

**ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL,
KEBIJAKAN UTANG, PROFITABILITAS, UKURAN
PERUSAHAAN DAN KESEMPATAN INVESTASI
TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN**



SKRIPSI

**Diajukan untuk Melengkapi Tugas-Tugas dan Memenuhi Syarat-Syarat
untuk Mencapai Gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi
Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta**

Oleh

RATIH FITRIA SARI

F0306067

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS SEBELAS MARET
SURAKARTA
2010**

HALAMAN PERSETUJUAN PEMBIMBING

Skripsi dengan judul

**Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, Profitabilitas,
Ukuran Perusahaan dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen**

Telah disetujui dan diterima oleh pembimbing untuk diajukan kepada tim penguji skripsi.

Surakarta, 20 Agustus 2010

Disetujui dan diterima oleh

Pembimbing



Dr. Bandi, M.Si., Ak.

NIP 19641120 199103 1002

HALAMAN PENGESAHAN

Telah disetujui dan diterima dengan baik oleh tim penguji skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret guna melengkapi tugas-tugas dan memenuhi syarat-syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi.

Surakarta, 30 September 2010

Tim Penguji Skripsi

1. Drs. Subekti Djamaluddin, M.Si., Ak

NIP 195509161988031001

Ketua


(.....)

2. Dr. Bandi, M.Si., Ak

NIP 196411201991031002

Pembimbing


(.....)

3. Drs. Santoso Tri Hananto, M.Si., Ak

NIP 19690924 199402 1001

Anggota


(.....)

MOTTO

"Maka nikmat Tuhan-mu yang manakah yang kamu dustakan?"

(Q.S. Ar-Rahman : 13)

Allah tidak membebani seseorang melainkan sesuai dengan kesanggupannya

(Q.S. Al-Baqarah : 286)

"Hai orang-orang yang beriman, jadikanlah sabar dan shalat sebagai penolongmu, sesungguhnya Allah beserta orang-orang yang sabar"

(Q.S. Al-Baqarah : 153)

Energi para pemenang

Jadikan..

Motivasi diri sebagai bahan bakarmu

Percaya diri sebagai gas penggerakmu

Tahu diri sebagai rem kendalimu

(Solikhin Abu Izzuddin)

"Berdoa, berusaha, berserah diri pada Allah"

.....SEMANGAT.....

(Penulis)

"Tugas kita adalah menyalakan lilin bukan mencela kegelapan."

(Anonim)

Kesuksesan menemukan yang paling penting dalam hidup akan menentukan kebahagiaan yang paling indah
(Solikhin Abu Izzuddin)

*Bukan dari tulang ubun wanita dicipta sebab berbahaya
membiarkannya dalam sanjung dan puja,
Tak juga dari tulang kaki karena nista menjadikannya diinjak dan diperbudak
Tetapi dari rusuk kiri dekat ke hati untuk dicinta dekat ke tangan
untuk dilindungi
(Anonim)*

Untuk pemulihan hidupnya, wanita harus
tegas pada yang baik baginya
(anonim)

PERSEMBAHAN

Ucapan terimakasih kupersembahkan pada :
Allah SWT, atas segala karunia dan limpahan nikmat-Nya

Karya ini kupersembahkan teruntuk orang-orang tersayang :

Bapak & mamah

*Yang selalu memberikan cinta kasih dan doa yang tulus akan
keberhasilanku*

Kedua kakakku: A Ilham & teh Rina

Yang selalu menjadi penyemangat dalam hidupku

Thanks for everything, I will do BEST!!

KATA PENGANTAR

Segala puji dan syukur penulis panjatkan ke hadirat Allah SWT atas limpahan rahmat, ridho, dan hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan penulisan skripsi yang berjudul “Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen.” Penyusunan skripsi ini merupakan tugas akhir yang disusun sebagai salah satu syarat yang harus dipenuhi dalam memperoleh gelar sarjana ekonomi jurusan akuntansi pada Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta.

Penulis menyadari bahwa terselesaikannya penulisan skripsi ini tidak lepas dari bantuan dan dukungan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, dengan segala kerendahan hati penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada:

1. Prof. Dr. Bambang Sutopo, M.Com., Ak., selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta.
2. Drs. Jaka Winarna M.Si., Ak., selaku Ketua Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta.
3. Dr. Bandi M.Si., Ak., selaku pembimbing skripsi, terimakasih atas semua kritik, saran, dan perhatiannya yang sangat membantu penulis untuk mencapai hasil yang terbaik. Terimakasih atas bimbingan, nasehat dan kesabarannya dalam proses penyusunan skripsi selama ini.
4. Agus Widodo, SE M.Si., Ak., selaku pembimbing akademik yang telah memberikan banyak masukan dan arahan selama menempuh kuliah.

5. Seluruh dosen dan staff pengajar serta semua staff dan karyawan Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta. *Untuk pak Timin, pak Taufik, Mas Gigih dan Mas Sofyan, trims atas bantuan yg telah diberikan.*
6. Orangtuaku tercinta, yang telah memberikan doa, bimbingan dalam setiap langkahku, dan dukungan baik moril maupun materil serta kasih sayang yang tulus hingga aku selalu berada dalam lindungan-Nya. *Terimakasih atas kepercayaan yang telah kalian berikan, Atih tidak akan pernah bisa membalas semua yang telah kalian berikan, tapi atih akan berusaha melakukan yang terbaik yang atih bisa untuk membahagiakan kalian.*
7. Kedua kakakku tersayang, A Ilham yang menjadi penyemangatku dan Tetehku, teh Rina, *makasih teh, teteh udah menjadi teteh terbaik yang atih punya* serta untuk Kakak iparku, mas Prem terimakasih atas bantuan, arahan dan motivasi yang telah diberikan.
8. *Untuk seseorang yang Allah siapkan untukku dan masih Ia rahasiakan... Kau adalah belahan jiwa yang akan menjadi imam, sahabat, pendamping hidupku untuk menggapai ridho Allah SWT.*
9. *Buat semua keluarga besarku di Solo & Tasikmalaya, pak&bu de, emang&bibi, dan saudara-saudaraku yang ga bisa aku sebutin satu2, terima kasih atas semua dukungan yang telah diberikan kepadaku...*
10. *Buat Sahabat-sahabatku, Melati, Destia, Dewi, Sekar, Windi, Nita dan Ery terimakasih untuk keceriaan, bantuan, dukungan serta doa yang telah diberikan. Kalian telah menemaniku dalam suka dan duka selama kuliah...*
11. *Buat temen2 "sepembimbingan" -dibawah bimbingan pak Bandi- Wida, Tita, & Agung, Ayo kita wisuda bareng!*

12. *Buat temen-temen sekelasku Alfie, Nicky, Vita, Latipeh, Tantri, Asri, Kiki (yang udah lulus duluan), Ika, Fame, Ratri, Yach, Dny, Hanung, Kris, Mora, Adit, Rizki, Supri dan yang lainnya... Ayo SEMANGAT !*
13. *Buat temen2 Hmj-Akuntansi, Hanny, Fela, Fitri, Puput, Finik, Trias, Alfin, Logar, Dee, Choey, Irla, Dedy, Peka, Yandi, Ninuk dan Buat temen2 & kakak dalam lingkaran kecil Ligo, banyak hal yang aku dapatkan dari kalian...*
14. *Buat temen2 kosku, sita, isma, mb nan, mb ika, roya, isna, datu, ipeh, iis, mita, mb sari, yaya, umi, desi kalian telah mewarnai kehidupanku selain di Rumah☺*
15. *Buat Anak-anak Akuntansi 06, We are the BEST!!! (semoga kita menjadi orang2 sukses semua,, Amin ya Robbal Alamin. Ditunggu kabar reunian dan nikahannya). Aku bersyukur telah mengenal kalian semua ^_^,*
16. *Buat adik&teman yang pernah diasisteni, Aku belajar dari kalian dan buat semua adek tingkat, SEMANGAT ya ngerjain skripsinya...*
17. *Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu (terima kasih).*

Penulis menyadari bahwa karya ini masih jauh dari sempurna. Untuk itu kritik dan saran yang bersifat membangun dari semua pihak, penulis harapkan demi perbaikan yang berkelanjutan. Akhir kata, penulis berharap skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua pihak yang membutuhkan di kemudian hari. Terima kasih.

Surakarta, Agustus 2010

Ratih Fitria Sari

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
ABSTRAK	ii
ABSTRACT	iii
HALAMAN PERSETUJUAN	iv
HALAMAN PENGESAHAN	v
HALAMAN MOTTO	vi
HALAMAN PERSEMBAHAN	viii
KATA PENGANTAR	ix
DAFTAR ISI	xii
DAFTAR TABEL	xv
DAFTAR GAMBAR	xvi
DAFTAR LAMPIRAN	xvii
BAB I PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang Masalah	1
B. Perumusan Masalah	7
C. Tujuan Penelitian	8
D. Manfaat Penelitian	9
BAB II LANDASAN TEORI	10
A. Tinjauan Pustaka	10
1. Teori Keagenan (<i>Agency theory</i>)	10
2. Kebijakan Dividen	12

3. Kepemilikan Manajerial	16
4. Kebijakan Utang	17
5. Profitabilitas	18
6. Ukuran Perusahaan	19
7. Kesempatan Investasi	20
B. Penelitian Terdahulu	22
C. Kerangka Teoritis dan Pengembangan Hipotesis	26
1. Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Dividen	27
2. Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen	29
3. Profitabilitas dan Kebijakan Dividen	30
4. Ukuran Perusahaan dan Kebijakan Dividen	31
5. Kesempatan Investasi dan Kebijakan Dividen	31
BAB III METODE PENELITIAN	34
A. Desain Penelitian	34
B. Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel	34
C. Jenis dan Sumber Data	36
D. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel	36
1. Variabel Dependen	36
2. Variabel Independen	37
E. Teknik Analisis Data	39
1. Statistik Deskriptif	39
2. Uji Asumsi Klasik	40
3. Pengujian Hipotesis	43

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN	47
A. Deskripsi Data	47
1. Seleksi Sampel	47
2. Analisis Deskriptif	48
B. Uji Asumsi Klasik	51
1. Uji Normalitas	51
2. Uji Heteroskedastisitas	52
3. Uji Multikolinieritas	52
4. Uji Autokorelasi	53
C. Hasil Uji Hipotesis dan Pembahasan	54
1. Pengaruh Secara Simultan	55
2. Pengaruh Secara Parsial dan Pembahasan Hipotesis	56
a. Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Dividen	56
b. Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen	57
c. Profitabilitas dan Kebijakan Dividen	58
d. Ukuran Perusahaan dan Kebijakan Dividen	59
e. Kesempatan Investasi dan Kebijakan Dividen	60
BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN	62
A. Kesimpulan	62
B. Keterbatasan	64
C. Saran.....	64
DAFTAR PUSTAKA	66
LAMPIRAN	

DAFTAR TABEL

Tabel		Halaman
IV.1	Jumlah Sampel Penelitian	47
IV.2	Statistik Deskriptif	48
IV.3	Hasil Uji Data Kolmogorof-Smirnof	51
IV.4	Hasil Uji Multikolinieritas	53
IV.5	Hasil Uji Autokorelasi Durbin Watson	54
IV.6	Hasil Analisis Regresi Berganda	55

DAFTAR GAMBAR

Gambar		Halaman
II.1	Kerangka Konseptual	27
IV.1	Hasil Uji Heteroskedastisitas	52

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Daftar Nama Perusahaan Sampel
Lampiran 2	Data Sebelum Diolah
Lampiran 3	Data Sesuai Spesifikasi
Lampiran 4	Hasil Uji Normalitas dan Uji F Sebelum <i>Outlier</i>
Lampiran 5	Data Setelah Dilakukan <i>Pooled Data</i>
Lampiran 6	Hasil Uji Asumsi Klasik
Lampiran 7	Hasil Uji Regresi

**ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEBIJAKAN
UTANG, PROFITABILITAS, DAN KESEMPATAN INVESTASI
TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN**

ABSTRAKSI

**Ratih Fitria Sari
F0306067**

Tujuan penelitian ini adalah menemukan bukti empiris pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan utang, profitabilitas, ukuran perusahaan, kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini menggunakan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), namun bukan perusahaan jenis industri perbankan dan keuangannya lainnya, sesuai dengan pengklasifikasian *Indonesian Capital Market Dictionary* (ICMD) periode 2004-2008. Teknik pengambilan sampel yang digunakan yaitu *purpose sampling*. Jumlah sampel akhir yang digunakan yaitu 78 sampel. Teknik analisis regresi berganda digunakan dalam menganalisis data.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan utang (*Debt to Asset Ratio*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (*Dividen Payout Ratio*). Akan tetapi kesempatan investasi berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen namun dengan arah positif. Pengaruh positif ini tidak sesuai dengan yang diharapkan dimana hipotesis yang diajukan yaitu adanya pengaruh negatif. Kepemilikan manajerial, profitabilitas dan ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen (*Dividen Payout Ratio*).

Kata kunci: *Kepemilikan manajerial, kebijakan utang, profitabilitas, ukuran perusahaan, kesempatan investasi, kebijakan dividen.*

**ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEBIJAKAN
UTANG, PROFITABILITAS, DAN KESEMPATAN INVESTASI
TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN**

ABSTRACT

**Ratih Fitria Sari
F0306067**

The purpose of this research is to find empirical evidence of the influence managerial ownership, debt policy, profitability, firm size, investment opportunities on dividend policy. This study uses the company listed in Indonesia Stock Exchange (IDX), except the kind of banking industry companies and other financial, according to the classification of Indonesian Capital Market Dictionary (ICMD) in the period 2004-2008. The sampling technique used is purposive sampling. The final sample size used is 78 samples. Multiple regression analysis techniques is used in analyzing the data.

The results of this study indicate that debt policy (Debt to Asset Ratio) has a negative effect on dividend policy (Dividend Payout Ratio). However investment opportunity has a significant effect on dividend policy but with a positive direction. This positive effect was not as expected where the proposed hypothesis is the existence of a negative influence. Managerial ownership, profitability and company size have no effect on dividend policy (Dividend Payout Ratio).

Keywords: *Managerial Ownership, Debt Policy, Profitability, firm size, Investment Opportunity Set, Dividend Policy.*

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Kebijakan dividen menjadi perhatian banyak pihak seperti pemegang saham, kreditor maupun pihak eksternal lain yang memiliki kepentingan dari informasi yang dikeluarkan perusahaan. Melalui kebijakan ini perusahaan memberikan sebagian dari keuntungan bersih kepada pemegang saham secara tunai (Brigham dan Houston, 2001). Keputusan tersebut merupakan salah satu cara untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, khususnya pemegang saham yang berinvestasi dalam jangka panjang dan bukan pemegang saham yang berorientasi *capital gain*. Oleh karena itu, perusahaan berusaha meningkatkan pembayaran dividen dari tahun ke tahun.

Pemegang saham, kreditor dan manajemen adalah pihak-pihak yang mempunyai kepentingan masing-masing dalam perusahaan. Penyatuan kepentingan semua pihak tersebut seringkali menimbulkan masalah-masalah yang dalam bidang keuangan dibahas melalui *agency theory*. Pemegang saham ingin imbal hasil yang sesuai dengan risiko yang ditanggungnya itu sesuai dengan biaya yang dikeluarkannya. Imbal hasil atas dana yang dipinjamkan yang sesuai kesepakatan dan risiko serta pengembalian yang tepat waktu juga diinginkan oleh kreditor. Untuk itu, manajemen diharapkan dapat membuat kebijakan keuangan yang menguntungkan kedua belah pihak. Bila keputusan manajemen merugikan bagi pemegang saham dan kreditor maka akan terjadi masalah keagenan (Ismiyanti dan Hanafi, 2003).

Menurut teori keagenan Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap *agency conflict*. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham diantaranya yaitu pembuatan keputusan yang berkaitan dengan keputusan pencarian dana (*financing decision*) dan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan. Konflik kepentingan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan yang terkait tersebut.

Pihak pemilik dapat membatasi divergensi kepentingannya dengan memberikan tingkat insentif yang layak kepada manajer dan harus bersedia mengeluarkan biaya pengawasan. Akibat dari munculnya mekanisme pengawasan tersebut menyebabkan timbulnya suatu kos yang disebut *agency cost*. Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost* tersebut yaitu: *pertama* meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (Jensen dan Meckling, 1976). Analisisnya menyatakan bahwa proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan-kebijakan perusahaan. Selain itu, kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham, sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan akan merasakan kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. *Kedua*, meningkatkan *dividen payout ratio* (Easterbrook, 1989; Cruthley dan Hansen, 1989 dalam Wahidahwati, 2002). Penelitian mereka menyatakan bahwa pembayaran dividen akan mempengaruhi kebijakan pendanaan karena dengan

pembayaran dividen akan mengurangi *cash flow* perusahaan. Hal tersebut mengakibatkan perusahaan akan mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan untuk memenuhi kebutuhan operasinya. *Ketiga*, meningkatkan pendanaan dengan utang. Penurunan utang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Disamping itu, utang akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan, sehingga akan menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen. *Keempat*, *Institutional investor* sebagai pihak yang memonitor agen. Hal ini disebabkan karena kepemilikan mewakili sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Jadi dengan adanya *institutional investor* seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen telah banyak dilakukan baik di luar negeri maupun di dalam negeri, terutama dikaitkan dengan masalah keagenan. Chen dan Steiner (1999) melakukan pengujian secara simultan non linear antara kepemilikan manajerial, kebijakan utang, kebijakan dividen dan *risk taking* dengan menggunakan metode analisis *two stage least square* (2SLS) pada perusahaan yang tercatat di *New York Stock Exchange* dari berbagai sektor. Hasil yang diperoleh adalah bahwa kepemilikan manajerial berhubungan dengan risiko secara nonlinier, di mana pada saat risiko rendah, peningkatan risiko menyebabkan manajer meningkatkan kepemilikan sahamnya, tetapi saat risiko berada pada tingkat tertentu maka manajer yang mempunyai sifat *risk averse* cenderung akan menurunkan tingkat kepemilikan

sahamnya. Pengambilan risiko (*risk taking*) berhubungan positif dengan kepemilikan manajerial. Hal ini mengidentifikasi bahwa kepemilikan manajerial dapat mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham luar, tetapi memperburuk hubungan dengan *debtholder* dan *shareholder*. Kepemilikan manajerial mempunyai hubungan negatif dengan utang dan dividen. Hasil ini mengidentifikasi bahwa utang dan dividen sebagai *monitoring agent* yang dapat mengurangi *agency cost*. Pola hubungan antara *managerial ownership* dengan dividen membentuk pola non linier dan bukannya linear seperti yang dilakukan Chen dan Steiner (1999), sebelumnya telah dikembangkan juga oleh Moh'd *et al.* (1995).

Kumar (2003) menjelaskan keterkaitan antara struktur kepemilikan dan *dividen payout* di India. Dalam penelitiannya, dijelaskan bahwa struktur kepemilikan memiliki pengaruh yang penting dalam mempengaruhi kebijakan *dividen payout*. *Corporate ownership* dan *directors ownership* berhubungan positif dengan *dividen payout* secara bersama-sama. Namun secara terpisah, *directors ownership* memiliki hubungan yang negatif dengan *dividen payout*. Hubungan kebijakan utang dengan kebijakan dividen adalah negatif sedangkan peluang investasi di masa lalu berhubungan positif dengan dividen.

Di Indonesia, kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan kebijakan utang telah memperoleh perhatian para peneliti, sehingga terdapat beberapa peneliti yang melakukan kajian mengenai hubungan maupun pengaruhnya satu sama lain, terutama yang menggunakan kebijakan dividen sebagai variabel terikat. Fauzan (2002) dalam penelitiannya yang berjudul Hubungan Biaya Keagenan, Risiko Pasar dan Kesempatan Investasi, hanya menemukan satu variabel yang

berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Variabel tersebut adalah risiko pasar yang diproksikan dengan BETA. Biaya keagenan yang diproksikan dengan kepemilikan institusional dan kesempatan investasi yang diproksikan dengan *Market to Book Value of Equity* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen yang dibuat perusahaan. Hal ini menunjukkan perusahaan publik pada tahun 1996 tepatnya sebelum krisis moneter di mana penelitian ini dilakukan, belum mempertimbangkan kesempatan investasi dan biaya keagenan dalam pembuatan kebijakan. Penelitian Fauzan (2002) yang menyimpulkan tidak adanya hubungan antara *dividen payout* dengan kesempatan investasi dikonfirmasi oleh Suharli (2007).

Nuringsih (2005) menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan utang, ROA, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1995-1996. Berdasarkan pengujian hasil regresi diketahui bahwa terjadi pengaruh positif antara *managerial ownership* dengan kebijakan dividen. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar keterlibatan manajer dalam *managerial ownership* menyebabkan aset tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga menginginkan dividen yang semakin besar. Pengaruh positif juga ditunjukkan pada hubungan antara ukuran perusahaan dengan kebijakan dividen. Sedangkan untuk ROA dan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Banyak penelitian yang menitikberatkan pada variabel-variabel yang berkaitan dengan kebijakan dividen, khususnya faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Dari beberapa penelitian yang telah dijelaskan sebelumnya, penulis tertarik untuk meneliti kembali hubungan antara kebijakan dividen dengan

kepemilikan manajerial, kebijakan utang, provitabilitas, ukuran perusahaan, dan kesempatan investasi. Dalam penelitian ini, penulis mengembangkan penelitian Nuringasih (2005). Perbedaan penelitian yang dilakukan dengan penelitian sebelumnya yaitu adanya penambahan variabel kesempatan investasi dengan menggunakan *Market to Book Value of Asset* sebagai proksinya, dan adanya perbedaan serta penambahan tahun pengamatan.

Penambahan variabel kesempatan investasi dilakukan karena adanya ketidakkonsistenan hasil penelitian sebelumnya. Mahadwarta dan Hartono (2002) menjelaskan adanya hubungan positif antara IOS dengan kebijakan dividen, sedangkan Smith dan Watts (1992) mengkonfirmasi adanya hubungan yang negatif. Lain halnya dengan hasil penelitian Fauzan (2002) dan Suharli (2007). Dalam penelitiannya, mereka tidak menemukan hubungan antara kesempatan investasi dengan kebijakan dividen. Ini berarti, kesempatan investasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen yang dibuat perusahaan.

Market to Book Value of Asset digunakan sebagai proksi kesempatan investasi sedangkan penelitian sebelumnya lebih banyak menggunakan proksi *Market to Book Value of Equity*. Alasan penggunaan proksi tersebut yaitu semakin besar peluang investasi suatu perusahaan maka secara umum semakin besar pula nilai pasarnya yang berhubungan dengan nilai bukunya. Hal ini dikarenakan harga saham mencerminkan aktiva yang tak terukur (*intangible asset*) (Utomo, 2005).

Adanya penambahan tahun pengamatan menjadi 5 tahun disebabkan adanya keterbatasan data karena di Indonesia tidak banyak perusahaan yang membayarkan dividen sekaligus memiliki *managerial ownership*. Pengamatan dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di BEI, namun bukan perusahaan jenis

industri perbankan dan keuangannya lainnya, sesuai dengan pengklasifikasian *Indonesian Capital Market Dictionary* (ICMD). Alasan pengecualian ini adalah adanya perbedaan yang menonjol dalam pembuatan kebijakan pendanaan pada perusahaan jenis industri ini dibandingkan dengan jenis industri lainnya. Hal ini dilakukan untuk menghindari adanya pengaruh industri yang terlalu besar (Fauzan, 2002).

Pengamatan yang dilakukan dalam penelitian ini yaitu dari tahun 2004 - 2008. Dalam penelitian sebelumnya, studi dilakukan sebelum krisis ekonomi yaitu tahun 1995-1996 (Nuringsih, 2005). Tahun pengamatan tersebut dianggap mewakili kondisi ekonomi Indonesia yang sudah stabil pasca krisis. Dari pembahasan yang telah dijelaskan sebelumnya, maka judul penelitian ini adalah **”ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEBIJAKAN UTANG, PROFITABILITAS, UKURAN PERUSAHAAN DAN KESEMPATAN INVESTASI TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN.”**

B. Perumusan Masalah

Berdasarkan penelitian Smith dan Watts (1992); Mahadwarta dan Hartono (2002); Fauzan (2002); dan Nuringsih (2005) mengenai kebijakan dividen dapat disimpulkan terdapat hasil yang berbeda-beda yaitu terdapatnya perbedaan hasil signifikan yang mempengaruhi kebijakan dividen. Melalui kebijakan dividen, perusahaan berusaha meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dengan meningkatkan pembayaran dividen dari tahun ke tahun, tetapi dalam praktiknya sering terjadi hambatan seperti terjadinya penurunan profitabilitas, keharusan membayar bunga atau terbukanya kesempatan investasi yang *profitable*,

menyebabkan pihak manajemen membatasi pembayaran dividen. Hal inilah yang menjadi permasalahan, banyak faktor yang mempengaruhi besarnya dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham. Dengan demikian, penelitian ini akan dapat menjawab pertanyaan berikut ini:

1. Apakah terdapat pengaruh positif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen.
2. Apakah terdapat pengaruh negatif antara kebijakan utang dengan kebijakan dividen.
3. Apakah terdapat pengaruh negatif antara profitabilitas dengan kebijakan dividen.
4. Apakah terdapat pengaruh positif antara ukuran perusahaan dengan kebijakan dividen.
5. Apakah terdapat pengaruh negatif antara kesempatan investasi dengan kebijakan dividen.

C. Tujuan Penelitian

Berkaitan dengan permasalahan yang ada, maka tujuan penelitian ini yaitu:

1. Menemukan bukti empiris pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di BEI.
2. Menemukan bukti empiris pengaruh kebijakan utang terhadap kebijakan dividen pada perusahaan pada perusahaan yang terdaftar di BEI.
3. Menemukan bukti empiris pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di BEI.

4. Menemukan bukti empiris pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di BEI.
5. Menemukan bukti empiris pengaruh kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di BEI.

D. Manfaat Penelitian

Penelitian yang dilakukan diharapkan akan memberikan manfaat bagi berbagai pihak, diantaranya sebagai berikut:

1. Bagi pihak perusahaan, hasil penelitian ini dapat memberikan pemahaman kepada manajer agar dapat membuat kebijakan keuangan yang baik, terutama kebijakan utang dan kebijakan dividen perusahaan yang diharapkan dapat menjadi hal yang diperhatikan dalam upaya mengurangi konflik keagenan.
2. Bagi investor, hasil penelitian ini mampu memberikan informasi yang dapat dijadikan bahan pertimbangan investor terkait dengan faktor-faktor yang dipertimbangkan oleh perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen yang akan mempengaruhi kemakmuran para pemegang saham.
3. Bagi kalangan akademisi, penelitian ini dapat memberikan kontribusi dalam literatur penelitian di Indonesia, khususnya di bidang Akuntansi Keuangan.

BAB II

LANDASAN TEORI

A. Tinjauan Pustaka

1. Teori Keagenan (*Agency theory*)

Agency Theory adalah teori yang menjelaskan *agency relationship* dan masalah-masalah yang ditimbulkannya (Jensen dan Meckling, 1976). *Agency relationship* merupakan hubungan antara dua pihak, dimana pihak pertama bertindak sebagai prinsipal/pemberi amanat dan pihak kedua disebut agen yang bertindak sebagai perantara yang mewakili prinsipal dalam melakukan transaksi dengan pihak ketiga. Pada *agency theory* yang disebut prinsipal adalah pemegang saham dan yang dimaksud agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Pihak prinsipal memberi kewenangan kepada agen untuk melakukan transaksi atas nama prinsipal dan diharapkan dapat membuat keputusan terbaik bagi prinsipalnya (Hartono dan Atahau, 2007).

Dalam perusahaan yang telah *go public*, *agency relationship* dicerminkan oleh hubungan antara investor dan manajemen perusahaan, baik *board of directors* maupun *board of commissioners*. Persoalannya adalah diantara kedua pihak tersebut seringkali terjadi perbedaan kepentingan. Perbedaan tersebut mengakibatkan keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan kurang mengakomodasi kepentingan pihak pemegang saham. Hal inilah biasa dikenal dengan *agency problem* (masalah keagenan).

Masalah keagenan dapat muncul jika manajer suatu perusahaan memiliki kurang dari 100 persen saham biasa perusahaan tersebut. Jika perusahaan

berbentuk perseorangan dan dikelola sendiri oleh pemiliknya, maka dapat diasumsikan bahwa manajer-pemilik tersebut akan mengambil setiap tindakan yang mungkin untuk memperbaiki kesejahteraannya, terutama diukur dalam bentuk peningkatan kekayaan perorangan, dan fasilitas eksekutif seperti tunjangan, kantor yang mewah, fasilitas transportasi dan sebagainya (Suwaldiman dan Aziz, 2006). Akan tetapi, jika manajer-pemilik tersebut mengurangi hak kepemilikannya dengan membentuk perseroan dan menjual sebagian sahamnya kepada pihak lain (pihak luar), maka pertentangan kepentingan bisa segera muncul.

Ketika manajer memiliki 100 persen perusahaan, maka apabila dia memutuskan untuk mengeluarkan kas perusahaan untuk *excessive perquisites*, maka manajer tersebut akan menanggung seratus persen pengeluarannya. *Excessive perquisites* adalah konsumsi yang tidak ada hubungannya dengan bisnis inti perusahaan (Bhatala *et al.* 1994 dalam Hartono dan Atahau, 2007). Namun apabila dia menjual porsi kepemilikannya sebesar α dengan $0 < \alpha < 100$ persen, maka ketika manajer memutuskan mengeluarkan kas perusahaan, maka dia hanya menanggung sebesar $100 \text{ persen} - \alpha$. Pengeluaran sebesar α ditanggung pihak *outsider ownership*. Tentu saja hal itu akan menjadi insentif bagi *insider ownership* untuk menggunakan kas perusahaan untuk *excessive perquisites*. Namun seorang *insider ownership* tidak dapat begitu saja menggunakan kas perusahaan untuk *excessive perquisites*, karena aliran kas yang tidak sehat akan menurunkan nilai perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan teori keagenan yang menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan pemegang saham seringkali

bertentangan, sehingga bisa terjadi konflik diantara keduanya. Hal tersebut disebabkan manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer tersebut, karena pengeluaran tersebut akan menambah kos perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan dividen yang akan diterima. Pemegang saham menginginkan agar kos tersebut dibiayai oleh utang, tetapi manajer tidak menyukai dengan alasan bahwa utang mengandung risiko yang tinggi. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan (*monitoring*) yang dapat mensejajarkan kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan ini menyebabkan timbulnya suatu kos yang disebut *agency cost*.

2. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Kebijakan ini akan melibatkan dua pihak yang memiliki kepentingan berbeda yaitu pihak pertama, para pemegang saham dan pihak kedua, manajemen perusahaan itu sendiri. Manajemen mempunyai dua alternatif perlakuan terhadap laba bersih sesudah pajak atau EAT (*Earning After Tax*). Dua alternatif tersebut yaitu dibagi kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen dan diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan. Dalam perusahaan pada umumnya, sebagian EAT dibagi dalam bentuk dividen dan sebagian lagi diinvestasikan kembali, artinya manajemen harus membuat suatu kebijakan dividen yang menyangkut penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham dengan menentukan besarnya EAT yang dibagi sebagai dividen dan

besarnya EAT yang ditahan. Presentase dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dibandingkan dengan EAT disebut dengan *Dividen Payout Ratio*.

Dividen merupakan bentuk distribusi laba yang dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang saham sesuai dengan proporsi lembar saham yang dimilikinya (Tjandra, 2005). Bagi seorang investor, dividen merupakan komponen *return* di samping *capital gain*. Besar kecilnya dividen akan sangat bergantung pada besar kecilnya laba yang diperoleh serta proporsi laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Dividen dibedakan menjadi beberapa jenis yaitu *cash dividend*, *property dividend*, *scrip dividend*, *liquidating dividend*, *stock dividend* (Kieso et al. 2006). Dalam penelitian yang dilakukan, dividen yang digunakan adalah dividen kas.

Kebijakan dividen adalah suatu keputusan untuk menentukan besarnya bagian laba yang akan dibagikan kepada para pemegang saham. Kebijakan dividen ini sangat penting bagi perusahaan, karena pembayaran dividen mungkin mempengaruhi nilai perusahaan dan laba ditahan yang biasanya merupakan sumber dana internal yang terbesar dan terpenting bagi pertumbuhan perusahaan. Terdapat beberapa teori yang dapat digunakan sebagai landasan dalam membuat kebijakan yang tepat bagi perusahaan. Brigham dan Daves (2002:561-562) menyebutkan beberapa teori kebijakan dividen yaitu:

a. Dividend Irrelevant theory

Teori ini beranggapan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham (nilai perusahaan) maupun terhadap biaya modalnya. Kebijakan dividen yang satu sama baiknya dengan kebijakan dividen yang lain. Dijelaskan bahwa pendukung utama teori ketidakrelevanan ini adalah Miller dan Modigliani.

Mereka menggunakan sejumlah asumsi, khususnya tentang ketiadaan pajak dan biaya pialang, *leverage* keuangan tidak memiliki pengaruh terhadap biaya modal, para investor dan manajer mempunyai informasi yang sama tentang prospek perusahaan, distribusi laba ke dalam bentuk dividen atau laba ditahan tidak mempengaruhi biaya ekuitas perusahaan dan kebijakan *capital budgeting* merupakan kebijakan yang independen terhadap kebijakan dividen.

b. *Bird-in-The Hand Theory*

Menurut Gordon dan Lintner dalam Brigham dan Daves (2002:562), teori ini dapat dijelaskan dengan menggunakan pemahaman bahwa sesungguhnya investor jauh lebih menghargai pendapatan yang diharapkan dari dividen dibandingkan dengan pendapatan yang diharapkan dari keuntungan modal karena komponen hasil dividen risikonya lebih kecil dari komponen keuntungan modal (*capital gain*). Para investor kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan modal (*capital gain*) yang akan dihasilkan dibandingkan dengan seandainya mereka menerima dividen, karena dividen merupakan faktor yang dapat dikendalikan oleh perusahaan sedangkan *capital gain* merupakan faktor yang dikendalikan oleh pasar melalui mekanisme penentuan harga saham.

c. Teori Preferensi Pajak

Ada tiga alasan yang berkaitan dengan pajak untuk beranggapan bahwa investor lebih menyukai pembagian dividen yang rendah daripada yang tinggi (Suwaldiman dan Aziz, 2007), yaitu:

- 1) Keuntungan modal (*capital gain*) dikenakan tarif pajak lebih rendah daripada pendapatan dividen. Untuk itu, investor yang memiliki sebagian besar saham mungkin lebih suka perusahaan menahan dan

menanam kembali laba ke dalam perusahaan. Pertumbuhan laba mungkin dianggap menghasilkan kenaikan harga saham, dan keuntungan modal yang pajaknya rendah akan menggantikan dividen yang pajaknya tinggi.

- 2) Pajak atas keuntungan tidak dibayarkan sampai sahamnya terjual, sehingga ada efek nilai waktu.
- 3) Jika selembat saham dimiliki oleh seseorang sampai ia meninggal, sama sekali tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang.

Karena adanya keuntungan-keuntungan ini, para investor mungkin lebih senang perusahaan menahan sebagian besar laba perusahaan. Jika demikian para investor akan mau membayar lebih tinggi untuk perusahaan yang pembagian dividennya rendah daripada untuk perusahaan sejenis yang pembagian dividennya tinggi.

ISU LAIN DALAM KEBIJAKAN DIVIDEN

- a) Hipotesis Signal (*signaling hypothesis*)

Teori ini menyatakan bahwa suatu kenaikan dividen yang lebih tinggi daripada yang diperkirakan merupakan "isyarat" bagi investor bahwa manajemen perusahaan memperkirakan peningkatan laba di masa mendatang.

- b) *Clientele Effect*

Pengaruh ini merupakan kecenderungan suatu perusahaan untuk menarik sekelompok investor yang menyukai kebijakan dividennya. *Clientele*/kelompok dari pemegang saham yang berbeda, menyukai kebijakan dividen yang berbeda pula.

3. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan Manajerial (*managerial ownership*) adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur dan komisaris (Wahidahwati, 2002). Kepemilikan manajerial ini diukur dengan proporsi saham yang dimiliki perusahaan pada akhir tahun dan dinyatakan dalam presentase. Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah mereka sendiri (Mahadwartha dan Hartono, 2002). Argumentasi di atas menjustifikasi perlunya *managerial ownership*. Program *managerial ownership* termasuk ke dalam program kebijakan remunerasi untuk mengurangi masalah keagenan antara manajemen dan pemegang saham. Smith dan Watts (1992) menjelaskan bagaimana paket kompensasi *fixed* (gaji) dan *contingent* (bonus) terbukti dapat digunakan sebagai insentif untuk menyamakan kepentingan manajemen dan pemegang saham.

Kepemilikan manajerial dalam kaitannya dengan kebijakan utang dan dividen mempunyai peranan penting yaitu mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham atau sering disebut *bonding mechanism*. *Bonding mechanism* berusaha menyamakan kepentingan dari pemegang saham dengan kepentingan dari manajemen melalui program-program yang mengikat kekayaan pribadi manajemen ke dalam kekayaan perusahaan. Kebijakan utang dan dividen akan mengurangi konflik antara pemegang saham dan agen (Jensen dan Meckling, 1976; Rozeff, 1982; dan Easterbrook, 1984).

4. Kebijakan Utang

Kebijakan utang adalah kebijakan yang diambil perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui utang. Kebijakan utang sering diukur dengan *debt ratio*. *Debt ratio* adalah total utang (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang) dibagi dengan total aktiva (baik aktiva lancar maupun aktiva tetap) (Kieso *et al.* 2006). Rasio ini menunjukkan besarnya utang yang digunakan untuk perusahaan dalam rangka menjalankan aktivitas operasionalnya. Semakin besar rasio menunjukkan semakin besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal (kreditor) dan semakin besar biaya utang (biaya bunga) yang harus dibayar perusahaan. Hal ini akan berdampak pada profitabilitas perusahaan karena sebagian pendapatan digunakan untuk membayar utang.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), penggunaan *debt* akan mengurangi konflik antara *shareholders* dan agen. Crutchley dan Hansen (1989) melihat dari perspektif keagenan, dimana pengukuran *debt* ini memasukkan unsur kekayaan yang dimiliki non-agen atau *shareholders* yang bukan agen, sehingga kebijakan utang dapat dilihat dari sisi pemegang saham (Tjandra, 2005). Semakin banyak pemegang saham dengan proporsi kepemilikan yang semakin kecil (tidak ada suara mayoritas) maka kemampuan *monitoring* pemegang saham tidak efektif. Oleh karena itu, diperlukan adanya pihak ketiga yang membantu pemegang saham dalam *monitoring* dan *bonding* manajemen yaitu *debtholders* (kreditor) untuk mengurangi *agency cost of equity*.

Ditinjau dari *free cash flow hypothesis*, bila perusahaan mempunyai cukup banyak *cash flow* dalam perusahaan maka dengan pengawasan yang tidak efektif dari pemegang saham akan menciptakan *perquisites* atau tindakan manajemen

untuk menggunakan *cash flow* tersebut demi kepentingan sendiri. Adanya pihak ketiga (*debtholders*) diharapkan membantu mengurangi tindakan *perquisites* ini. Kebijakan utang lebih efektif dalam mengurangi *agency cost of equity* karena adanya *legal liability* dari manajemen untuk memenuhi kewajibannya kepada kreditor yang terkait dengan biaya kebangkrutan. Dividen di satu sisi tidak mempunyai *legal liability* kepada pemegang saham kalau perusahaan tidak mampu membayarkan dividen.

5. Profitabilitas

Pihak manajemen akan membayarkan dividen untuk memberi sinyal mengenai keberhasilan perusahaan dengan membukukan profit (Suharli, 2007). Sinyal tersebut menyimpulkan bahwa kemampuan perusahaan untuk membayar dividen merupakan fungsi dari keuntungan. Dengan demikian profitabilitas mutlak diperlukan untuk perusahaan apabila hendak membayarkan dividen. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari modal yang diinvestasikan. Untuk mengukur profitabilitas menggunakan dua rasio, yaitu:

a. *Return On Investment* (ROI)

ROI merupakan tingkat pengembalian investasi atas investasi perusahaan pada aktiva. ROI sering disebut juga *Return On Assets* (ROA). Nilai ROA sebuah perusahaan diperoleh dengan rumus:

$$\text{Return On Aset (ROA)} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$$

b. *Return On Equity* (ROE)

ROE merupakan tingkat pengembalian atas ekuitas pemilik perusahaan.

Ekuitas pemilik adalah jumlah aktiva bersih perusahaan, sehingga perhitungan ROE sebuah perusahaan dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$\text{Return On Equity (ROE)} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Penelitian yang dilakukan menggunakan ROA sebagai ukuran profitabilitas perusahaan (Nuringsih, 2005).

6. Ukuran Perusahaan

Perusahaan besar dapat mengakses pasar modal. Karena kemudahan tersebut maka berarti bahwa perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Menurut Haruman (2008), Ukuran perusahaan (SIZE) berhubungan dengan fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana dan memperoleh laba dengan melihat pertumbuhan penjualan perusahaan. Hasil penelitian yang dilakukannya yaitu ukuran perusahaan yang diukur *natural logaritma of sales* berpengaruh terhadap dividen dengan arah positif.

Perusahaan yang memiliki ukuran besar akan lebih mudah memasuki pasar modal sehingga dengan kesempatan ini perusahaan membayar dividen besar kepada pemegang saham. Hasil studi Nuringsih (2005) membuktikan pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen, tetapi tidak signifikan. Perusahaan yang memiliki aset besar cenderung membayar dividen besar untuk menjaga reputasi di kalangan investor aktual maupun potensial. Tindakan ini

dilakukan untuk memudahkan perusahaan memasuki pasar modal apabila berencana melakukan emisi saham baru.

Selain menggunakan *natural logaritma of sales*, proksi ukuran perusahaan dapat menggunakan *natural log total asset* (Nuringsih, 2005) atau *natural log capitalization* (Chen dan Steiner, 1999). Penelitian yang dilakukan penulis menggunakan *natural log total asset* sebagai proksi ukuran perusahaan, karena menurut penulis ukuran perusahaan berhubungan dengan fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana dan memperoleh laba dengan melihat pertumbuhan aset perusahaan.

7. Kesempatan Investasi

Investment Opportunity Set (IOS) adalah set kesempatan investasi yang merupakan pilihan investasi di masa yang akan datang dan mencerminkan adanya pertumbuhan aktiva dan ekuitas. Penelitian mengenai IOS diantaranya dilakukan oleh Smith dan Watts (1992) meneliti proporsi hubungan IOS dengan kebijakan pendanaan, dividen, dan kompensasi. Hasil penelitiannya memberikan bukti bahwa perusahaan yang bertumbuh memiliki utang yang lebih kecil, membayar dividen yang lebih rendah dan membayar kompensasi kepada manajer yang lebih besar.

Proksi IOS diklasifikasikan menjadi tiga yaitu proksi berbasis harga, proksi berbasis investasi, dan proksi berbasis varian (Smith dan Watts, 1992; Kallapur dan Trombley, 1999). Proksi berbasis harga mengacu pada gagasan bahwa prospek perusahaan yang bertumbuh memiliki nilai pasar yang relatif lebih tinggi

dibandingkan dengan aktiva riilnya. Proksi ini juga sesuai dengan data yang ada di Bursa Efek Indonesia. Proksi berbasis harga tersebut adalah:

a. *Market to Book Value of Equity Ratio* (MBVE)

$$\text{MBVE} = \frac{(\text{Jumlah Saham yang Beredar} \times \text{Harga Penutupan})}{\text{Total Ekuitas}}$$

b. *Market to Book Value of Asset Ratio* (MBVA)

$$\text{MBVA} = \frac{\text{Nilai Pasar}}{\text{Nilai Buku Aset}}$$

Keterangan:

Nilai Pasar = (Total Aktiva – Total Ekuitas) + (Jumlah Saham yang Beredar × Harga Penutupan), dan

Nilai Buku Aset = Total Aset.

c. *Price Earning Ratio* (PER)

$$\text{PER} = \frac{\text{Harga Penutupan}}{\text{EPS}}$$

d. *Property, Plant, and Equipment to Book Value of Asset Ratio* (PPEBVA)

$$\text{PPEBVA} = \frac{\text{Nilai Buku Property, Plant, Equipment}}{\text{Nilai Buku Total Aktiva}}$$

Proksi berbasis investasi menunjukkan bahwa IOS berkorelasi positif dengan pengembangan dari kegiatan investasi. Agar kegiatan investasi dapat berlangsung terus menerus maka perusahaan perlu melakukan pengembangan. Proksi berbasis investasi contohnya yaitu *research and development to asset ratio*.

Proksi IOS yang digunakan dalam penelitian ini adalah *market to book value of asset ratio*. Proksi ini dipilih karena nilai pasar mencerminkan adanya pertumbuhan aktiva dan kesempatan investasi di masa yang akan datang (Tjandra, 2005). Hasil penelitian Kallapur dan Trombley (1999) menunjukkan bahwa rasio MBVA berkorelasi positif dengan realisasi pertumbuhan aktiva dan ekuitas.

B. Penelitian Terdahulu

Rozeff (1982) menyatakan kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham rendah. Penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal. Apabila sebagian pemegang saham menyukai dividen tinggi maka menimbulkan perbedaan kepentingan sehingga diperlukan peningkatan dividen. Sebaliknya, apabila terjadi kesamaan preferensi antara pemegang saham dan manajer maka tidak diperlukan peningkatan dividen. Pada sisi lain, penambahan dividen memperkuat posisi perusahaan untuk mencari tambahan dana dari pasar modal sehingga kinerja perusahaan dimonitor oleh tim pengawas pasar modal. Pengawasan ini menyebabkan manajer berusaha mempertahankan kualitas kinerja dan tindakan ini menurunkan konflik keagenan. Selanjutnya, ia juga menyatakan bahwa kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial digunakan sebagai substitusi untuk mengurangi biaya keagenan. Perusahaan dengan memiliki presentase kepemilikan manajerial yang besar membayar dividen kecil sedangkan pada presentase kepemilikan manajerial kecil menetapkan dividen pada jumlah besar.

Menurut Easterbrook (1984) dividen akan membantu menurunkan biaya keagenan. Dia mengemukakan argumentasi bahwa pemegang saham akan menuntut pembayaran dividen sebagai tanggung jawab manajer yang mengelola perusahaan. Pembayaran dividen akan memacu manajer untuk lebih berhati-hati dalam menggunakan dana perusahaan. Manajer akan berusaha lebih memperhatikan kepentingan pemegang saham dan mengurangi kebijakan yang menguntungkan dirinya sendiri. Dengan pembayaran dividen, pemegang saham merasa bahwa manajer telah melakukan tindakan sesuai dengan keinginan mereka, dan ini akan mengurangi konflik keagenan.

Cruthley dan Hansen (1989) dalam Wahyudi dan Pawestri (2006) menyatakan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan, sehingga perusahaan akan membayar dividen yang rendah. Dengan adanya kontrol yang ketat, menyebabkan manajemen menggunakan utang pada tingkat yang rendah untuk mengantisipasi terjadinya risiko kebangkrutan. Sebaliknya, kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham rendah. Penetapan dividen yang rendah disebabkan manajemen memiliki harapan investasi di masa yang akan datang yang dibiayai dari sumber internal. Adanya sumber internal perusahaan yang tinggi maka akan mengurangi penggunaan utang untuk pembiayaan.

Smith dan Watts (1992) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan akan mempengaruhi sejumlah kebijakan yang dibuat oleh perusahaan, misalnya kebijakan pendanaan, kebijakan dividen dan kebijakan kompensasi. Mereka menjelaskan temuannya mengenai hubungan *investment opportunity set* (IOS)

dengan kebijakan dividen diidentifikasi dengan arus kas yaitu semakin besar jumlah investasi dalam suatu periode tertentu, akan semakin kecil jumlah dividen yang diberikan karena perusahaan yang bertumbuh aktif melakukan kegiatan investasi. Hal itu menunjukkan adanya hubungan negatif antara pertumbuhan dengan kebijakan dividen.

Nuringsih (2005) menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan utang, ROA, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1995-1996. Berdasarkan pengujian hasil regresi diketahui bahwa terjadi pengaruh positif antara *managerial ownership* dengan kebijakan dividen. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar keterlibatan manajer dalam *managerial ownership* menyebabkan aset tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga menginginkan dividen yang semakin besar. Pengaruh positif juga ditunjukkan pada hubungan antara ukuran perusahaan dengan kebijakan dividen. Sedangkan untuk ROA dan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Menurut Fauzan (2002) pembagian dividen bertujuan untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau harga saham. Dengan dibayarkannya dividen maka perusahaan di mata investor diharapkan memiliki nilai tinggi. Dengan pembayar dividen yang terus menerus perusahaan ingin menunjukkan bahwa perusahaan mampu bertahan mendapatkan laba dan mampu memberikan hasil kepada pemegang saham. Penelitian yang dilakukannya menunjukkan kebijakan dividen yang dibuat oleh manajemen belum mempertimbangkan kesempatan investasi dan biaya keagenan dan salah satu yang dipertimbangkan adalah risiko perusahaan.

Penelitian mengenai uji teori keagenan dalam hubungan interdependensi antara kebijakan utang dengan kebijakan dividen yang dilakukan oleh Mahadwarta dan Hartono (2002) menjelaskan adanya hubungan positif antara IOS dengan kebijakan dividen. Hubungan positif antara IOS sebagai proksi *growth* yang diukur dengan *book to market value of equity* ini mendukung *free cash flow hypothesis* dan bertentangan dengan *signalling*. Perusahaan dengan IOS yang rendah mencerminkan *growth* yang tinggi akan membagikan dividen yang rendah, karena IOS yang rendah mencerminkan *growth* yang tinggi. Dalam *Free cash flow hypothesis* dijelaskan bahwa *growth* yang semakin tinggi akan menyebabkan perusahaan membayarkan dividen yang rendah karena sebagian besar *retained earning* digunakan untuk investasi.

Wahyudi dan Pawestri (2006) melakukan penelitian tentang struktur kepemilikan perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening. Keputusan keuangan yang dibahas dalam penelitian tersebut adalah kebijakan investasi dan kebijakan pendanaan. Salah satu hasil penelitiannya yaitu kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap keputusan investasi dan keputusan keuangan, tetapi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Penelitiannya juga mendukung pernyataan Jensen dan Meckling (1976), dimana peningkatan saham oleh manajemen dapat mengurangi *agency cost*.

Suharli (2007) menguji pengaruh profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap kebijakan jumlah dividen kas perusahaan publik di Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan likuiditas sebagai variabel penguat (variabel moderator). Profitabilitas diukur dengan *Return on Investment* (ROI), kesempatan investasi diproksikan dengan *fixed assets* dan likuiditas sebagai variabel moderat

diprosikan dengan *current ratio*. Populasi dalam penelitiannya adalah seluruh perusahaan di Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan membagikan dividen pada tahun 2002-2003. Hasil penelitiannya adalah kebijakan jumlah dividen kas perusahaan dipengaruhi oleh profitabilitas dan diperkuat oleh likuiditas perusahaan. Kesempatan investasi tidak mempengaruhi kebijakan jumlah pembagian dividen pada perusahaan.

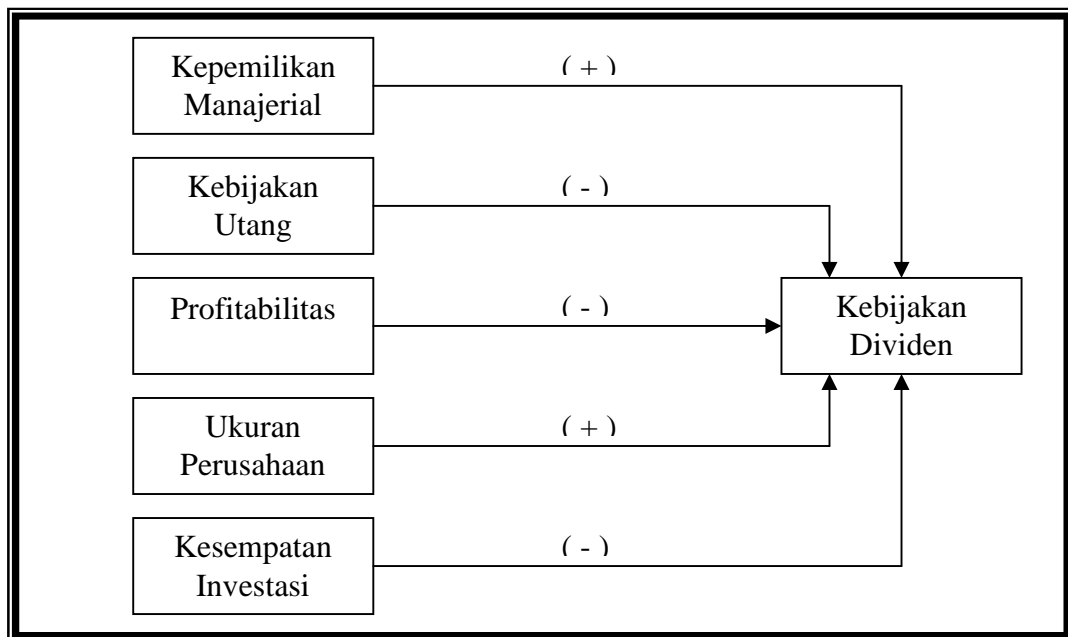
Lukose dan Narayan (2004) menyatakan bahwa kesempatan investasi perusahaan merupakan komponen penting dari nilai pasar. Hal ini disebabkan *investment opportunity set* (IOS) dari suatu perusahaan mempengaruhi cara pandang manajer, pemilik, investor dan kreditor terhadap perusahaan. Sedangkan Adam dan Goyal (2006) menyebutkan bahwa IOS merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang yang pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan mendapat *return* yang besar. Besarnya bagian laba yang akan dibayarkan sebagai dividen terkait dengan besarnya dana yang dibutuhkan perusahaan dan kebijakan manajer perusahaan mengenai sumber dana yang akan digunakan, berasal dari sumber intern atau ekstern. Salah satu alternatif pemenuhan kebutuhan dana adalah dari intern, dengan menahan laba yang diperolehnya (tidak dibagikan sebagai dividen).

C. Kerangka Teoritis dan Pengembangan Hipotesis

Kerangka pemikiran memberikan dasar konseptual bagi penelitian yang mengidentifikasikan jaringan hubungan antara variabel yang dianggap penting bagi penelitian yang akan dilakukan. Adapun kerangka pemikiran yang

memperlihatkan pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan utang, profitabilitas, ukuran perusahaan dan kesempatan investasi, dapat dilihat dalam skema di bawah ini:

Gambar II.1
Kerangka Konseptual



1. Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Dividen

Kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham rendah. Penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal. Dengan cara ini, pendanaan dengan sumber dana internal dapat menunda penggunaan utang. Bila perusahaan menggunakan utang yang tinggi, maka akan berakibat pada peningkatan *financial distress* dan kebangkrutan sehingga bila kondisi tersebut terjadi manajer terancam dikeluarkan dari perusahaan. Pengaruh negatif ini dibuktikan oleh Rozeff (1982) dan Haruman (2008).

Rozeff (1982) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari *monitoring*. Perusahaan cenderung untuk membayar dividen yang tinggi jika manajer memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) menyatakan bahwa pembayaran dividen pada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru.

Nuringsih (2005) menganalisis lebih lanjut ternyata pengaruh *managerial ownership* terhadap dividen membentuk *non-monotonic* atau membentuk hubungan parabolik. Pada tingkat awal, peningkatan *managerial ownership* berpengaruh pada penurunan dividen. Namun pola ini hanya pada tingkatan tertentu. Setelah itu, bila dilakukan peningkatan *managerial ownership* justru diikuti dengan peningkatan dividen. Hal ini dikarenakan semakin terlibat dalam kepemilikan manajerial, aset yang dimiliki manajer menjadi tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga preferensi berubah dari *tax preference theory* ke *the bird in the hand theory*. Pola hubungan antara *managerial ownership* dengan dividen ini membentuk pola *non-linier*.

Penelitian yang dilakukan Nuringsih (2005) menggunakan pola linier pengaruh *managerial ownership* terhadap dividen dalam hipotesisnya. Hasil penelitiannya menunjukkan terjadi pengaruh positif antara *managerial ownership* dengan kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar keterlibatan manajer dalam *managerial ownership* menyebabkan aset yang dimiliki tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga menginginkan dividen semakin besar.

Selain itu, struktur kepemilikan saham di Indonesia relatif terkonsentrasi atau dikuasai oleh keluarga sehingga cenderung membagi dividen besar. Berdasarkan bukti dan hasil penelitian Nuringsih (2005), maka hipotesis pertama yaitu:

H₁ : Terdapat pengaruh positif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen.

2. Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen

Berdasarkan penjelasan *Balancing model of agency cost* dalam Mahadwarta (2002) dijelaskan bahwa kebijakan utang mempengaruhi kebijakan dividen dengan hubungan yang negatif. Perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi akan berusaha untuk mengurangi *agency cost of debt*-nya dengan mengurangi utang, sehingga untuk membiayai investasinya digunakan pendanaan dari aliran kas internal. Aliran kas internal yang sebelumnya dapat digunakan untuk pembayaran dividen, akan direlakan pemegang saham untuk membiayai investasi.

Jensen, Solberg dan Zorn (1992) dalam Nuringsih (2005) menemukan mekanisme substitusi antara utang dengan dividen. Penggunaan utang yang tinggi akan menyebabkan penurunan dividen karena sebagian besar keuntungan dialokasikan sebagai cadangan pelunasan utang. Sebaliknya pada tingkat penggunaan utang yang rendah, perusahaan mengalokasikan dividen tinggi sehingga sebagian besar keuntungan digunakan untuk kesejahteraan pemegang saham.

Kebijakan utang memiliki hubungan negatif terhadap kebijakan dividen dikonfirmasi oleh Ismiyanti dan Hanafi (2003). Kebijakan utang mensubstitusi kebijakan dividen dalam *agency cost*. Peningkatan penggunaan utang menurunkan

tingkat konflik antara manajer dengan pemilik sehingga pemilik tidak terlalu menuntut pembayaran dividen yang tinggi. Penggunaan utang dalam menurunkan konflik antar manajer dengan pemilik akan menggeser konflik antara pemilik dan kreditor. Berdasarkan penelitian Nuringsih (2005), maka hipotesis ke dua yaitu:

H₂ : Terdapat pengaruh negatif antara kebijakan utang dengan kebijakan dividen.

3. Profitabilitas dan Kebijakan Dividen

Hartono dan Hatau (2007) dalam penelitiannya menyatakan bahwa semakin tinggi kemampuan perusahaan menghasilkan laba, maka perusahaan akan cenderung untuk menggunakan dananya sendiri daripada sumber pendanaan dari luar. Hasil ini sejalan dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi akan cenderung menggunakan *internal fund* untuk mendanai investasi-investasinya. Selain itu, dijelaskan pula hasil penelitiannya yaitu semakin tinggi tingkat profitabilitas, maka *dividen payout ratio* akan menjadi semakin kecil. Hal ini diduga karena perusahaan cenderung menggunakan laba ditahan untuk mendanai investasi-investasinya.

Pada tingkat profitabilitas yang tinggi, perusahaan mengalokasikan dividen yang rendah (Suharli, 2007). Hal ini dikarenakan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungan sebagai sumber dana internal. Pada ROA tinggi dibayarkan dividen rendah karena keuntungan digunakan untuk meningkatkan laba ditahan. Dengan cara ini sumber dana internal meningkat sehingga perusahaan dapat menunda penggunaan utang (Nuringsih, 2005). Sebaliknya jika

ROA rendah maka dividen yang dibayarkan tinggi. Hal ini dilakukan karena perusahaan mengalami penurunan laba sehingga untuk menjaga reputasi di mata investor, perusahaan akan membagikan dividen besar. Berdasarkan penelitian Nuringsih (2005); Suharli (2007); Hartono dan Atahau (2007), maka hipotesis yang ke tiga yaitu:

H₃ : Terdapat pengaruh negatif antara profitabilitas dengan kebijakan dividen.

4. Ukuran Perusahaan dan Kebijakan Dividen

Perusahaan yang memiliki ukuran besar akan lebih mudah memasuki pasar modal sehingga dengan kesempatan ini perusahaan membayar dividen besar kepada pemegang saham. Pembayaran dividen besar dilakukan untuk menjaga reputasi perusahaan di mata investor potensial maupun aktual (Nuringsih, 2005). Perusahaan besar cenderung melakukan hal tersebut, sedangkan untuk perusahaan kecil akan membagi dividen yang rendah. Hal ini dikarenakan profit dialokasikan pada laba ditahan yang digunakan untuk menambah aset. Dari perumusan tersebut, maka hipotesis ke empat yaitu:

H₄ : Terdapat pengaruh positif antara ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen.

5. Kesempatan Investasi dan Kebijakan Dividen

Salah satu persamaan antara kebijakan dividen dan keputusan investasi adalah keduanya sama-sama bersumber dari laba perusahaan. Laba perusahaan akan dipergunakan untuk membayar dividen kepada para pemegang saham dan

sisanya akan ditahan sebagai laba ditahan (*retained earnings*) yang akan digunakan untuk investasi perusahaan guna pertumbuhan di masa yang akan datang. Sehingga, semakin tinggi dana perusahaan dipakai untuk investasi, maka akan semakin kecil pendapatan yang akan diterima para pemegang saham, begitupun sebaliknya.

Hal ini sesuai dengan penelitian Smith dan Watts (1992) yang menyatakan hubungan kebijakan investasi dan kebijakan dividen dapat diidentifikasi melalui arus kas perusahaan. Semakin besar jumlah investasi dalam suatu periode tertentu, semakin kecil dividen yang diberikan, karena perusahaan yang tumbuh diidentifikasi sebagai perusahaan yang *free cash flow*-nya rendah. Jensen (1986) berpendapat bahwa perusahaan yang memiliki peluang investasi akan lebih memilih pendanaan internal daripada eksternal, karena pendanaan internal lebih murah. Akibatnya, kebijakan dividen lebih menekankan pada pembayaran dividen yang kecil.

Berbeda dengan teori di atas, dalam *signalling theory* dinyatakan bahwa peningkatan dividen merupakan sebuah sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, karena meningkatnya dividen diartikan sebagai adanya keuntungan yang akan diperoleh sebagai hasil yang diperoleh dari keputusan investasi yang diambil dari NPV positif (Haruman, 2008). Oleh sebab itu, adanya kesempatan investasi yang memberikan keuntungan tinggi bagi perusahaan tidak selalu diartikan dividen yang dibayarkan akan kecil atau tidak dibayarkan, tetapi dapat diartikan adanya prospek yang menjanjikan di masa yang akan datang untuk dapat membayar dividen yang lebih tinggi.

Investasi di masa depan mempengaruhi besarnya nilai perusahaan. Menurut Myers (1977) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2003) nilai perusahaan merupakan gabungan dari aktiva dengan investasi di masa depan. Kesempatan investasi yang tinggi di masa depan, bisa dihubungkan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi. Jika tingkat pertumbuhan perusahaan tinggi maka perusahaan akan membagikan dividen yang kecil. Hal ini dikarenakan laba yang didapatkan perusahaan akan digunakan sebagai dana internal untuk keperluan investasi. Pengaruh yang diharapkan kesempatan investasi atau *Investment Opportunity Set* (IOS) terhadap kebijakan dividen adalah negatif, sehingga hipotesis ke lima yaitu:

H₅ : Terdapat pengaruh negatif antara kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen.

BAB III

METODE PENELITIAN

A. Desain Penelitian

Penelitian yang dilakukan adalah *hypothesis testing*. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menguji kepemilikan manjerial, kebijakan utang, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan kesempatan investasi sebagai variabel independen terhadap kebijakan dividen. Metode pengembangan yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *cross-sectional* karena variabel yang digunakan dalam penelitian ini memiliki karakteristik yang berbeda satu sama lain dan penelitian dilakukan pada waktu bersamaan.

B. Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dapat dijelaskan sebagai kumpulan atau kelompok orang, peristiwa atau sesuatu yang menarik minat peneliti untuk melakukan penelitian (Sekaran, 2003). Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), namun bukan perusahaan jenis industri perbankan dan keuangannya lainnya, sesuai dengan pengklasifikasian *Indonesian Capital Market Dictionary* (ICMD) periode 2004-2008. Alasan dilakukannya pengamatan pada perusahaan yang terdaftar di BEI, namun bukan perusahaan jenis industri perbankan dan keuangan lainnya yaitu karena adanya perbedaan yang menonjol dalam pembuatan kebijakan pendanaan pada perusahaan jenis industri ini dibandingkan dengan jenis industri lainnya. Hal ini dilakukan untuk menghindari adanya pengaruh industri yang terlalu besar (Fauzan, 2002).

Sampel merupakan bagian dari populasi yang terdiri dari elemen-elemen yang diharapkan memiliki karakteristik yang sama dengan populasi (Sekaran, 2003). Teknik pengambilan sampel yang digunakan yaitu *purpose sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Adapun kriteria yang digunakan untuk memilih sampel yaitu sebagai berikut:

1. Perusahaan yang terdaftar di BEI periode tahun 2004 sampai dengan 2008, namun bukan perusahaan jenis industri perbankan dan keuangan lainnya.
2. Perusahaan yang membagikan dividen pada periode 2004-2008.
3. Perusahaan yang memiliki informasi *managerial ownership* pada periode 2004-2008.
4. Perusahaan yang memiliki informasi keuangan (ROA, total aset, total utang, kapitalisasi pasar, jumlah saham yang beredar dan *closing price*) pada periode 2004-2008.

Untuk mengatasi keterbatasan data, penelitian menggunakan *pooled data* (Cooper dan Schindler, 2001 dalam Nuringsih, 2005). Keterbatasan data terjadi karena di Indonesia tidak banyak perusahaan membayar dividen dan tidak banyak perusahaan yang mengeluarkan kebijakan *managerial ownership*. Teknik *pooled data* dilakukan dengan menjumlahkan seluruh perusahaan yang sesuai kriteria selama 5 tahun pengamatan sehingga dapat meningkatkan *power of test* penelitian.

C. Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder. Data sekunder adalah data yang dikumpulkan dari data yang diterbitkan dalam jurnal statistik dan lainnya, serta informasi yang tersedia dari sumber publikasi atau nonpublikasi baik di dalam atau luar organisasi (Sekaran, 2003). Adapun sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Data publikasi laporan keuangan tahunan perusahaan (*financial report*). Data ini diperoleh dari Situs Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id).
2. Data publikasi laporan keuangan perusahaan sampel. Data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

D. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Sekaran (2003) menyatakan bahwa variabel merupakan sesuatu yang mempunyai nilai yang dapat berbeda/berubah. Nilai ini dapat berbeda dalam waktu yang lain untuk objek/orang yang sama atau dapat juga berbeda pada waktu yang sama untuk objek/orang yang berbeda. Penelitian ini menggunakan dua variabel yaitu variabel dependen dan independen. Adapun definisi dan pengukuran masing-masing variabel akan dijelaskan sebagai berikut:

1. Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen. Dividen yang dimaksud adalah bagian dari laba bersih yang diberikan perusahaan kepada para pemegang saham. *Dividen Payout Ratio* digunakan sebagai proksi dari kebijakan dividen (Suharli dan Oktorina, 2005; Putri dan Nasir, 2006).

$$\text{Dividen Payout Ratio (DPR)} = \frac{\text{Dividen}}{\text{Laba Bersih}}$$

2. Variabel Independen

Variabel independen menurut Sekaran (2003) merupakan salah satu variabel yang mempengaruhi variabel dependen, baik pengaruh itu secara positif maupun negatif. Adapun lima variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini yaitu sebagai berikut:

a. Kepemilikan Manajerial

Variabel independen yang pertama yaitu kepemilikan manajerial. Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan di dalam perusahaan, misalnya direktur dan komisaris (Wahidahwati, 2002). Variabel ini diukur dari jumlah presentase saham yang dimiliki manajemen pada akhir tahun. Pengukuran kepemilikan manajerial ini sesuai dengan yang digunakan dalam penelitian Wahidahwati (2002) dan Haruman (2008).

$$\text{Kepemilikan Manajerial (MOWN)} = \frac{\text{Jumlah saham pihak manajemen}}{\text{Total saham beredar}}$$

b. Kebijakan Utang

Variabel independen yang ke dua dalam penelitian ini yaitu kebijakan utang. Kebijakan utang diproksikan dengan *Debt to Asset Ratio* (Nuringsih, 2005; Almilia dan Silvi, 2006).

$$Debt\ to\ Asset\ Ratio\ (DAR) = \frac{Total\ Utang}{Total\ Aset}$$

c. Profitabilitas

Profitabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dibandingkan dengan aset yang dimilikinya. Variabel profitabilitas sebagai variabel independen yang ke tiga diproksikan dengan *Return on Asset* (ROA). ROA dinyatakan sebagai perbandingan laba bersih (setelah pajak) terhadap total aset (Nuringsih, 2005). Secara matematis ROA diformulasikan sebagai berikut.

$$Return\ on\ Asset\ (ROA) = \frac{Laba\ Bersih}{Total\ Aset}$$

d. Ukuran Perusahaan

Variabel independen yang ke empat yaitu ukuran perusahaan yang diproksikan dengan *natural log total asset* (Nuringsih, 2005). Ukuran perusahaan ini berhubungan dengan *fleksibilitas* dan kemampuan mendapatkan dana dan memperoleh laba dengan melihat pertumbuhan aset perusahaan.

$$SIZE = Natural\ log\ Total\ Aset$$

e. Kesempatan Investasi

Variabel independen terakhir adalah kesempatan investasi yang akan diproksikan dengan *Market to Book Value of Aset*. Dengan menggunakan proksi tersebut maka peluang investasi dirumuskan

dengan membandingkan antara nilai pasar perusahaan dengan nilai buku (Brigham dan Daves, 2002). Oleh karena itu, semakin besar nilai pasar suatu perusahaan terhadap nilai bukunya, maka semakin besar pula peluang investasinya. Nilai pasar adalah kapitalisasi pasar (harga saham penutupan dikalikan jumlah saham yang beredar) ditambah total kewajiban. Sedangkan nilai buku perusahaan adalah total aset.

$$\text{Market to Book Value Asset (MBVA)} = \frac{\text{Nilai Pasar}}{\text{Nilai Buku Aset}}$$

Keterangan:

$$\begin{aligned} \text{Nilai Pasar} &= (\text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas}) + (\text{jumlah saham yang} \\ &\quad \text{beredar} \times \text{closing price}) \\ &= \text{Total Utang} + \text{Kapitalisasi Pasar, dan} \\ \text{Nilai Buku Aset} &= \text{Total Aset.} \end{aligned}$$

E. Teknik Analisis Data

Analisis data dalam penelitian ini meliputi: statistik deskriptif; uji asumsi klasik yang dilakukan sebagai prasyarat untuk melakukan pengujian hipotesis; dan pengujian hipotesis menggunakan analisis *multiple regression* (regresi berganda). Pengujian dilakukan dengan menggunakan bantuan *software SPSS 16*. Berikut ini akan dijelaskan mengenai tahapan-tahapan pengujian dalam penelitian ini.

1. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, maksimum, dan minimum.

Statistik deskriptif dimaksudkan untuk memberikan gambaran mengenai distribusi dan perilaku data sampel tersebut (Ghozali, 2006).

2. Uji Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan pengujian terhadap hipotesis, maka data yang diperiksa dalam penelitian ini akan diuji terlebih dahulu untuk memenuhi asumsi dasar. Pengujian yang dilakukan yaitu:

a. Uji Normalitas Data

Asumsi normalitas digunakan untuk menguji apakah data berdistribusi normal atau tidak. Data yang baik adalah yang berdistribusi normal. Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi, variabel dependen, variabel independen atau keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak (Ghozali, 2006). Pengujian normalitas dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan uji statistik Kolmogorov-Smirnov. *Level of Significant* yang digunakan adalah 0,05. Data berdistribusi normal jika nilai Asymp. Sig. (2-tailed) hasil perhitungan dalam komputer lebih dari 0,05.

b. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi yang baik adalah yang tidak terjadi heteroskedastisitas dimana *variance residual* satu pengamatan ke pengamatan lain tetap. Ada beberapa cara untuk menguji

heteroskedastisitas dalam *variance error terms* untuk model regresi. Dalam penelitian ini akan digunakan metode *chart (diagram scatterplot)* dengan dasar analisis yaitu:

- 1) Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar, kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.
- 2) Jika ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 dan pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

c. Uji Multikolonieritas

Uji Multikolonieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Multikolonearitas adalah situasi adanya variabel-variabel bebas diantara satu sama lain. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen. Jika terjadi terjadi korelasi sempurna di antara sesama variabel bebas ini sama dengan satu, maka konsekuensinya adalah:

- 1) Koefisien-koefisien regresi menjadi tidak dapat ditaksir.
- 2) Nilai *standart error* setiap kefisien menjadi tidak terhingga. Proteksinya dilakukan dengan menggunakan *tolerance value* dan VIF (*variance inflation factor*). Jika nilai-nilai *tolerance value* $< 0,1$ dan nilai VIF > 10 , maka terjadi multikolonieritas.

d. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode tertentu dengan kesalahan pengganggu pada periode sebelumnya. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Pengujian ini akan menggunakan uji Durbin-Watson (*DW test*) yang mensyaratkan adanya konstanta (*intercept*) dalam model regresi dan tidak ada variabel lagi di antara variabel independen. Mekanisme pengujian Durbin Watson menurut Gujarati (2003) adalah sebagai berikut:

1) Merumuskan hipotesis :

H_0 : tidak ada autokorelasi ($\rho = 0$)

H_a : ada autokorelasi ($\rho \neq 0$)

2) Menentukan nilai d hitung (Durbin Watson).

3) Untuk ukuran sampel tertentu dan banyaknya variabel independen, menentukan nilai batas atas (d_u) dan batas bawah (d_l) dalam tabel.

4) Mengambil keputusan dengan kriteria sebagai berikut:

a) Jika $0 < d < d_l$, H_0 ditolak berarti terdapat autokorelasi positif.

b) Jika $d_l \leq d \leq d_u$, daerah tanpa keputusan (*gray area*), berarti uji tidak menghasilkan kesimpulan.

c) Jika $d_u < d < 4 - d_u$, H_0 tidak ditolak berarti tidak ada autokorelasi.

d) Jika $4 - d_u \leq d \leq 4 - d_l$, daerah tanpa keputusan (*gray area*), berarti uji tidak menghasilkan kesimpulan.

- e) Jika $4 - d_l < d < 4$, H_0 ditolak berarti terdapat autokorelasi positif.

3. Pengujian Hipotesis

Untuk pengujian hipotesis, penelitian ini menggunakan analisis *multiple regression* (regresi berganda). Adapun persamaan *multiple regression* untuk pengujian hipotesis dalam penelitian ini adalah:

$$DPR = \alpha + \beta_1 MOWN + \beta_2 DAR + \beta_3 ROA + \beta_4 SIZE + \beta_5 MBVA + \varepsilon .$$

Keterangan:

DPR = *dividen payout ratio*,

α = konstanta,

β = koefisien regresi,

MOWN = kepemilikan manajerial,

DAR = kebijakan utang,

ROA = *return on asset*,

SIZE = ukuran perusahaan,

MBVA = kesempatan investasi, dan

ε = kesalahan regresi.

Setelah persamaan regresi terbebas dari asumsi dasar maka langkah selanjutnya yaitu pengujian hipotesis. Pengujian hipotesis ini meliputi:

a. Uji F

Uji F digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan. Langkah-langkah untuk pengujian tersebut yaitu:

1) Menentukan Hipotesis

H_0 : MOWN = DAR = ROA = SIZE = MBVA tidak berpengaruh terhadap DPR, atau

H_0 : $b_1, b_2, b_3, b_4, b_5 = 0$

H_a : MOWN = DAR = ROA = SIZE = MBVA berpengaruh terhadap DPR, atau

H_a : $b_1, b_2, b_3, b_4, b_5 \neq 0$

2) Menetapkan tingkat signifikan yang digunakan yaitu 0,05.

3) Menghitung nilai sig-F dengan menggunakan *software SPSS 16*.

4) Menganalisis data penelitian yang telah diolah dengan kriteria pengujian yaitu:

a) H_0 ditolak, H_a diterima yaitu bila nilai sig-F kurang dari tingkat signifikan 0,05 berarti variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen atau,

b) H_0 tidak ditolak, H_a tidak diterima yaitu bila nilai sig-F lebih dari tingkat signifikan 0,05 berarti variabel independen secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.

b. Pengujian Ketepatan Perkiraan (Uji R^2)

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen amat terbatas. Kelemahan mendasar penggunaan koefisien determinasi adalah bias terhadap jumlah independen yang dimasukkan ke dalam model. Karena dalam penelitian ini menggunakan banyak variabel independen, maka nilai *Adjusted* R^2 lebih tepat digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen.

c. Pengujian Signifikansi

Uji t digunakan untuk mengetahui apakah pengaruh variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen. Langkah-langkah untuk pengujian tersebut yaitu:

1) Menentukan Hipotesis

$$H_o : b_1 = b_2 = b_3 = b_4 = b_5 = 0$$

$$H_a : b_1 \neq b_2 \neq b_3 \neq b_4 \neq b_5 \neq 0$$

2) Menetapkan tingkat signifikan yang digunakan yaitu 0,05.

3) Menghitung nilai signifikan dengan menggunakan *software SPSS 16*.

4) Menganalisis data penelitian yang telah diolah dengan kriteria pengujian yaitu:

- a) H_0 ditolak, H_a diterima yaitu bila nilai signifikan kurang dari tingkat signifikan 0,05 berarti variabel independen secara individual berpengaruh terhadap variabel dependen atau,
- b) H_0 tidak ditolak, H_a tidak diterima yaitu bila nilai signifikan lebih dari tingkat signifikan 0,05 berarti variabel independen secara individual tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.

BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

A. Deskripsi Data

1. Seleksi Sampel

Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa *financial report* tahun 2004-2008 namun bukan perusahaan jenis industri perbankan dan keuangan lainnya, yang dipublikasikan oleh *website* resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Teknik pengambilan sampel yang digunakan yaitu *purpose sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan sebelumnya (lihat Lampiran 3). Untuk mengatasi keterbatasan data, penelitian menggunakan *pooled data* yang dilakukan dengan menjumlahkan seluruh perusahaan yang sesuai kriteria selama 5 tahun pengamatan sehingga dapat meningkatkan *power of test* penelitian (lihat Tabel IV.1).

Tabel IV.1
Jumlah Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah
Sampel sesuai kriteria tahun 2004	16
Sampel sesuai kriteria tahun 2005	17
Sampel sesuai kriteria tahun 2006	17
Sampel sesuai kriteria tahun 2007	14
Sampel sesuai kriteria tahun 2008	15
Jumlah sampel setelah menggunakan teknik <i>pooled data</i>	79
<i>Outlier</i>	1
Total Sampel	78

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory*

Dalam penelitian ini, data awal yang dianalisis dalam regresi adalah 79 sampel. Setelah dilakukan pengujian normalitas dengan menggunakan uji

Kolmogorof-Smirnov, diperoleh nilai signifikan yang lebih besar dari 0,05 yaitu 0,602 yang berarti terpenuhi asumsi normalitas. Walaupun hasil uji Kolmogorof-Smirnov dapat diketahui bahwa data telah berdistribusi normal, namun dari hasil uji F (ANOVA) diketahui nilainya tidak signifikan yaitu lebih dari 0,05 (lihat Lampiran 4).

Model regresi dikatakan layak jika angka signifikan pada ANOVA sebesar kurang dari 0,05. Untuk meningkatkan nilai signifikan sehingga model regresi bisa dikatakan layak, maka dilakukan perbaikan dengan membuang data yang merupakan *outlier*. Dari data yang terkumpul diketahui ada 1 sampel yang harus dibuang karena merupakan *outlier*, sehingga hanya 78 sampel yang akan digunakan dalam analisis (lihat Tabel IV.1 dan Lampiran 5).

2. Analisis Deskriptif

Tabel IV.2
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	78	0,21	68,65	28,7105	16,36124
MOWN	78	0,01	63,23	4,9186	9,78997
DAR	78	0,04	3,99	0,4713	0,45578
ROA	78	0,70	16,63	7,4562	4,40579
SIZE	78	24,46	31,30	27,8414	1,65695
MBVA	78	0,07	8,23	1,0984	0,96500
Valid N (listwise)	78				

Sumber: Data penelitian diolah

Berdasarkan tabel IV.2 diketahui hasil statistik dari keenam variabel penelitian. Dari 78 sampel dapat diketahui bahwa variabel dividen (DPR) mempunyai *mean* sebesar 28,7105 % dan standar deviasi 16.36124 %. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata sampel membagikan dividen pada tingkatan yang

tidak terlalu rendah yaitu sekitar 28,7105 % dari laba yang dimiliki. Nilai minimum DPR yaitu 0,21% (PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk pada tahun 2004) sedangkan nilai maksimumnya yaitu 68,58% (PT Citra Tubindo Tbk pada tahun 2006).

Variabel kepemilikan manajerial (MOWN) mempunyai nilai rata-rata sebesar 4,9186% dengan standar deviasi 9,78997%. Hal ini menunjukkan rata-rata sampel memiliki kepemilikan manajerial yang relatif kecil. Proporsi kepemilikan manajerial terbesar dimiliki oleh PT Perdana Karya Perkasa Tbk pada tahun 2008 (63,23%). Sedangkan proporsi kepemilikan manajerial terkecil dimiliki oleh PT Hexindo Adiperkasa Tbk pada tahun 2005 (0,01%).

Nilai *mean* untuk *Debt to Asset Ratio* (DAR) yaitu 0,4713. Ini menunjukkan bahwa satu utang perusahaan akan ditanggung oleh aset sebesar 0,4713. Dengan nilai likuiditas sebesar itu menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur dalam penelitian ini tidak mempunyai kemampuan untuk membayar utang jangka panjang jika perusahaan mengalami likuidasi. Nilai maksimum DAR perusahaan sebesar 3,99 (PT AKR Corporindo Tbk pada tahun 2004) dan nilai minimumnya 0,04 (PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk pada tahun 2004 dan PT Gudang Garam Tbk pada tahun 2005).

Tingkat profitabilitas yang diukur dengan ROA mempunyai rata-rata sebesar 7,4562. Nilai ini menunjukkan bahwa kinerja investasi untuk menghasilkan laba bersih dapat dikatakan efektif, dimana nilai satu satuan investasi yang ditanamkan dapat menghasilkan laba sebesar 7,4562. Nilai ROA paling tinggi dimiliki oleh PT Jaya Pari Steel Tbk pada tahun 2005 (16,63). PT Intraco Penta Tbk memiliki nilai ROA paling rendah yaitu 0,70 pada tahun 2004.

Nilai SIZE perusahaan yang diukur dengan *log natural asset* paling besar dimiliki oleh PT Berlian Laju Tangker Tbk pada tahun 2004, yaitu 31,30. Sementara nilai SIZE yang paling rendah dimiliki oleh PT Lionmesh Kabel Tbk sebesar 24,46 pada tahun 2005. Variabel ukuran perusahaan (SIZE) memiliki nilai *mean* 27,8414 dengan nilai standar deviasi 1.65695, hal ini menunjukkan rata-rata sampel memiliki aset yang relatif besar.

Untuk variabel terakhir yaitu kesempatan investasi yang diukur dengan MBVA, rata-ratanya adalah sebesar 1,0984 dengan nilai maksimum sebesar 8,23 (PT AKR Corporindo Tbk pada tahun 2004) dan nilai minimum sebesar 0,07 (PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk pada tahun 2004). Nilai *mean* sebesar 1,0984 menunjukkan sampel dalam penelitian ini berada pada tahap dewasa / *maturity* (Gumanti dan Novi, 2008).

F. Uji Asumsi Klasik

Suatu model dinyatakan baik untuk alat prediksi apabila mempunyai sifat *best linier unbiased estimator* (Gujarati, 2003). Di samping itu suatu model dikatakan cukup baik dan dapat dipakai untuk memprediksi apabila sudah lolos dari serangkaian uji asumsi ekonometrik yang melandasinya. Uji asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui kondisi data yang ada agar dapat menentukan model analisis yang paling tepat digunakan. Uji asumsi klasik dalam penelitian ini terdiri dari uji Kolmogorof-Smirnov untuk menguji normalitas data secara statistik; uji heteroskedastisitas dengan menggunakan metode *chart* (diagram Scatterplot); uji multikolinearitas dengan menggunakan *Variance Inflation Factors* (VIF); dan uji otokorelasi dengan menggunakan Durbin Watson statistik.

1. Uji Normalitas

Tabel IV. 3
Hasil Uji Normalitas Data Kolmogorof Smirnov

Kolmogorov-Smirnov Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
0,552	0,920

Sumber: Data penelitian diolah

Uji normalitas data dilakukan untuk melihat bahwa suatu data terdistribusi secara normal atau tidak. Pengujian normalitas dalam penelitian ini dilakukan berdasarkan uji Kolmogorov-Smirnov. Hair *et al.* (1992) dalam Fauzan (2002) memberikan *rule of thumb* sebagai berikut: Jika nilai statistik Kolmogorov-Smirnov signifikan di atas signifikan tertentu maka dapat disimpulkan terpenuhinya asumsi normalitas. *Level of Significant* yang digunakan dalam penelitian ini adalah 0,05. Dari tabel IV.3 menunjukkan nilai Kolmogorov-Smirnov adalah 0,552 dan besarnya nilai signifikan jauh di atas 0,05 yaitu sebesar 0,920. Hal ini dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi secara normal (Ghozali, 2006).

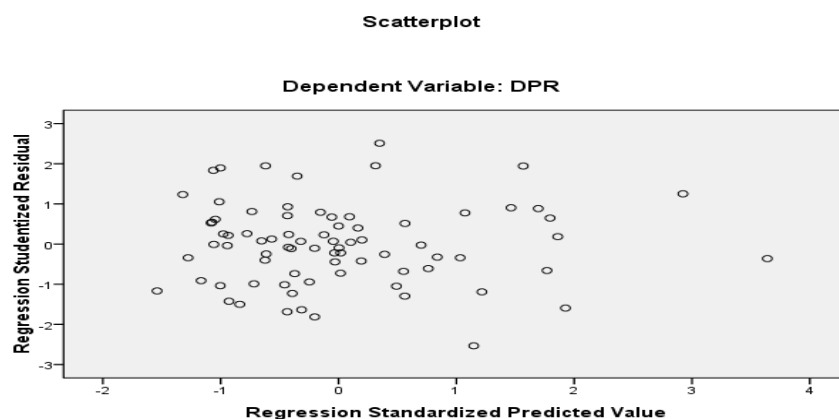
2. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual satu observasi ke observasi lain. Pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat (dependen) yaitu ZPRED dengan residualnya SRESID. Deteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dalam penelitian ini dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik Scatterplot antara SRESID dan ZPRED. Titik-titik harus menyebar secara acak (random), baik di atas maupun di

bawah angka 0 pada sumbu Y. Bila kondisi ini terpenuhi maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Dari grafik Scatterplots terlihat bahwa titik-titik menyebar secara acak serta tersebar baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y (lihat Gambar IV.1). Hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi, sehingga model regresi layak dipakai untuk memprediksi DPR berdasarkan masukan variabel independen MOWN, DAR, ROA, SIZE, MBVA. Hasil uji heteroskedastisitas dapat ditunjukkan dari gambar di bawah ini.

Gambar IV.1
Hasil Uji Heteroskedastisitas



3. Uji Multikolinieritas

Untuk mengetahui ada tidaknya multikolinieritas dengan mendasarkan pada nilai *tolerance* dan VIF. *Rule of thumb* yang digunakan untuk menentukan bahwa nilai *tolerance* tidak berbahaya terhadap gejala multikolinieritas adalah 0,10 sedangkan *rule of thumbs* yang digunakan untuk menentukan bahwa nilai VIF tidak berbahaya adalah kurang dari 10. Hasil uji multikolinearitas dapat dilihat pada tabel IV.4 berikut ini.

Tabel IV. 4
Hasil Uji Multikolinieritas

Variabel	<i>Tolerance</i>	VIF	Keterangan
MOWN	0,848	1,179	Tidak terjadi multikolinieritas
DAR	0,233	4,290	Tidak terjadi multikolinieritas
ROA	0,716	1,398	Tidak terjadi multikolinieritas
SIZE	0,868	1,153	Tidak terjadi multikolinieritas
MBVA	0,251	3,990	Tidak terjadi multikolinieritas

Sumber: Data penelitian diolah

Dari tabel di atas menunjukkan bahwa variabel kesempatan investasi (MOWN), kebijakan utang (DAR), profitabilitas (ROA), ukuran perusahaan (SIZE), kesempatan investasi (MBVA) memiliki nilai *tolerance* diatas 0,10. Tidak adanya variabel bebas yang mempunyai nilai *tolerance* kurang dari 0,10, berarti tidak ada korelasi antar variabel bebas. Hasil perhitungan nilai VIF (*Variance Inflation Factor*) juga menunjukkan hal yang sama, dimana tidak satupun variabel bebas yang memiliki nilai VIF lebih besar dari 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinearitas antar variabel bebas. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa model regresi layak dipakai.

4. Uji Autokorelasi

Autokorelasi adalah adanya hubungan antara kesalahan-kesalahan yang muncul pada data runtun waktu (*time series*). Untuk mendeteksi adanya autokorelasi dalam penelitian ini digunakan Durbin Watson statistik. Dalam penelitian ini, untuk mendeteksi gejala autokorelasi dapat digunakan *rule of thumb*, jika nilai $du < d < 4 - du$ maka tidak terdapat autokorelasi (Gujarati, 2003).

Tabel IV.5
Hasil Uji Autokorelasi Durbin Watson

Variabel	du	d	4-du	du < d < 4-du
Dep : DPR	1,624	1.964	2,376	Terpenuhi
Indep: OWN, DAR, ROA, SIZE, MBVA		(nilai Durbin Watson)		(Tidak ada autokorelasi)

Sumber: Data penelitian diolah

Dari hasil regresi *model summary* diperoleh angka Durbin Watson statistik adalah 1,964 (lihat Lampiran 6). Berdasar tabel DW dengan menggunakan $n = 78$ dan parameter $k = 5$, diperoleh nilai $du = 1,624$ sehingga nilai $du < d < 4 - du$ adalah $1,624 < 1.964 < 2,376$. Dari hasil perhitungan tersebut, nilai Durbin Watson persamaan regresi pada penelitian ini adalah pada kisaran tidak ada autokorelasi. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi pada persamaan regresi dalam penelitian ini.

G. Hasil Uji Hipotesis dan Pembahasan

Dalam penelitian ini, alat analisis yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda (*Multiple Regression*) dengan lima variabel independen yaitu Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Kesempatan Investasi. Pengolahan data dilakukan dengan menggunakan *software SPSS 16*. Berikut ini adalah hasil dari analisis regresi linier berganda yang disajikan dalam bentuk tabel beserta penjelasannya.

Tabel IV.6
Hasil Analisis Regresi Berganda

Variabel	Koefisien	t	Sig.
Konstanta	-11,763	-0,365	0,716
Kepemilikan Manajerial (MOWN)	0,089	0,464	0,644
Kebijakan Utang (DAR)	-22,675	-2,875	0,005
Profitabilitas (ROA)	0,038	0,082	0,935
Ukuran Perusahaan (SIZE)	1,320	1,174	0,244
Kesempatan Investasi (MBVA)	12,454	3,467	0,001

R Square = 0,190

Adjusted R Square = 0,134

F-hitung = 3,378

Sig. F = 0,009*

* Signifikan 5%

Sumber: Data penelitian diolah

Berdasarkan Tabel IV.6 tersebut, maka dapat ditulis persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{DPR} = -11,763 + 0,089\text{MOWN} - 22,675\text{DAR} + 0,038\text{ROA} + 1,320\text{SIZE} + 12,454\text{MBVA} + \varepsilon .$$

Penjelasan mengenai analisis pengaruh secara simultan maupun secara parsial dari masing-masing variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini yaitu Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan Kesempatan Investasi, akan dijelaskan di bagian selanjutnya.

1. Pengaruh Secara Simultan

Pengujian secara bersama-sama menunjukkan bahwa ada pengaruh yang signifikan dari variabel independen terhadap variabel dependen. Hal ini dapat dilihat pada tabel IV.6 yaitu dengan nilai F-hitung = 3,378 dan signifikansi 0,009 pada tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$. Dengan tingkat signifikansi 0,009 yang lebih rendah dari taraf signifikansi pada $\alpha = 0,05$ menunjukkan bahwa semua variabel

independen yaitu kepemilikan manajerial, kebijakan utang, profitabilitas, ukuran perusahaan dan kesempatan investasi, secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan (DPR).

Koefisien multipel korelasi antara variabel independen dengan variabel dependen dari persamaan regresi berganda adalah sebesar 0,190 ($R = 19\%$), ini berarti bahwa tingkat keeratan hubungan antara variabel independen dan dependen adalah 19%. Nilai koefisien determinasi ($R^2 = 0,134$), ini berarti bahwa variabel dependen mampu dijelaskan oleh variabel independen sebesar 13,4%. Dengan kata lain bahwa 13,4% perubahan kebijakan dividen dalam perusahaan yang terdaftar di BEI (bukan termasuk perusahaan jenis industri perbankan dan keuangan lainnya) mampu dijelaskan oleh variabel kepemilikan manajerial, kebijakan utang, profitabilitas, ukuran perusahaan dan kesempatan investasi, sedangkan sisanya sebesar 86,6% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dijelaskan dalam model.

2. Pengaruh Secara Parsial dan Pembahasan Hipotesis

a. Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Dividen

Berdasarkan tabel IV.6 pengujian pertama dilakukan terhadap kepemilikan manajerial (MOWN) diperoleh t-hitung 0,464 dengan nilai signifikansi 0,644 yang lebih besar dari tingkat signifikan yang ditetapkan sebelumnya yaitu 0,05. Hasil tersebut menunjukkan variabel kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen yang diproksikan dengan *Dividen Payout Ratio* (DPR). Dengan demikian, hipotesis alternatif pertama yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif antara

kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen, tidak diterima (Ho tidak ditolak). Temuan ini tidak sesuai dengan temuan penelitian-penelitian sebelumnya baik di luar negeri maupun di Indonesia seperti penelitian Rozeff (1982); Chen dan Steiner (1999); Mahadwarta dan Hartono (2002); dan Haruman (2008) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Dividen Payout Ratio*.

Tanda koefisien positif variabel kepemilikan manajerial menunjukkan bahwa semakin besar keterlibatan manajer dalam *managerial ownership* menyebabkan aset yang dimiliki tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga dividen yang dibagikan semakin besar. Selain itu, struktur kepemilikan saham di Indonesia relatif terkonsentrasi atau dikuasai oleh keluarga sehingga cenderung membagi dividen besar (Nuringsih, 2005). Manajer yang memiliki saham dalam perusahaan yang ia pimpin mempunyai peran ganda yaitu sebagai manajer sekaligus investor, dimana dalam hal ini manajer sebagai investor lebih menyukai pendapatan dividen yang besar (*Bird in The Hand Theory*). Hasil analisis penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Wahidahwati (2002) dan Nuringsih (2005).

b. Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen

Pengujian kedua dilakukan terhadap variabel kebijakan utang yang diproksikan dengan DAR (*Debt to Asset Ratio*). Dari hasil perhitungan yang dapat dilihat di Tabel IV.6, diperoleh t-hitung sebesar -2,875 dengan nilai signifikansi 0,005. Nilai signifikan yang lebih kecil dari 0,05 ini menunjukkan bahwa variabel kebijakan utang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan

dividen secara negatif. Dengan demikian, hipotesis alternatif kedua yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif antara kebijakan utang terhadap kebijakan dividen, diterima (H_0 ditolak).

Tanda koefisien negatif menunjukkan bahwa pada tingkat penggunaan utang yang tinggi (rata-rata rasio utang 47,13%), perusahaan cenderung membayar dividen rendah (rata-rata rasio 28,71%). Dengan keputusan ini perusahaan masih memiliki laba ditahan yang digunakan sebagai cadangan menutup utang, sehingga berdampak positif bagi kreditor karena kepentingan mereka tetap diperhatikan oleh perusahaan. Sebaliknya, pada perusahaan dengan utang rendah cenderung akan membayar dividen besar karena tidak memiliki beban bunga tinggi sehingga keuntungan dapat digunakan untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Hasil penelitian ini mengkonfirmasi penelitian Kumar (2003) dan Nuringsih (2005).

c. Profitabilitas dan Kebijakan Dividen

Berdasarkan tabel IV.6, pengujian ketiga dilakukan terhadap profitabilitas yang diprosikan dalam ROA diperoleh t-hitung 0,082 dengan nilai signifikansi 0,935 yang lebih besar dari tingkat signifikan 0,05. Hasil tersebut menunjukkan variabel profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen secara negatif. Dengan demikian, hipotesis alternatif ketiga yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif antara ROA dengan kebijakan dividen, tidak diterima (H_0 tidak ditolak).

Variabel profitabilitas dengan tanda koefisien positif dan tidak signifikan ini menunjukkan bahwa perusahaan tidak akan membayar dividen tinggi untuk

menjaga reputasinya ketika profitabilitas rendah. Hal ini dikarenakan secara umum sampel dalam penelitian ini telah beroperasi dalam kurun waktu yang lama dan berada pada tahap *maturity*. Perusahaan-perusahaan ini telah memiliki banyak cadangan laba yang telah digunakan baik untuk diinvestasikan kembali maupun dibagikan dalam bentuk dividen tanpa harus merubah proporsi dividen bagi pemegang saham yang sebagian besar merupakan pemegang saham pengendali (*managerial shareholder*). Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan Nuringasih (2005); Hartono dan Atahau (2007); dan Suharli (2007).

d. Ukuran Perusahaan dan Kebijakan Dividen

Pengujian keempat dilakukan terhadap variabel ukuran perusahaan yang diukur dengan *natural log total asset*. Dari hasil perhitungan yang dapat dilihat di Tabel IV6, diperoleh t-hitung sebesar 1,174 dengan nilai signifikansi 0,244 yang lebih besar dari tingkat signifikan yang ditetapkan sebelumnya yaitu 0,05. Hasil tersebut menunjukkan variabel ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen yang diproksikan dengan *Dividen Payout Ratio* (DPR). Dengan demikian, hipotesis alternatif keempat yang menyatakan terdapat pengaruh positif antara ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen, tidak diterima (H_0 tidak ditolak).

Tanda koefisien positif dan tidak signifikan ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki aset kecil cenderung akan membayar dividen rendah karena keuntungan diarahkan sebagai laba ditahan yang digunakan untuk meningkatkan aset. Perusahaan beraset besar apabila melakukan

ekspansi akan didanai dengan menambah utang atau saham. Untuk menjaga reputasi, perusahaan cenderung mempertahankan pembayaran dividen. Hasil ini sesuai dengan penelitian Nuringsih (2005) dengan nilai koefisien positif tetapi tidak signifikan.

e. Kesempatan Investasi dan Kebijakan Dividen

Pengujian kelima dilakukan terhadap variabel kesempatan investasi yang diproksikan dengan *Market to Book Value of Asset*. Dari hasil perhitungan yang dapat dilihat di Tabel IV.6, diperoleh t-hitung sebesar 3,467 dengan nilai signifikansi 0,001. Nilai signifikan yang lebih kecil dari 0,05 ini menunjukkan bahwa variabel kesempatan investasi berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen (*Dividen Payout Ratio*). Namun tanda pada koefisien regresi MBVA ini tidak seperti yang diharapkan meskipun memiliki pengaruh yang signifikan sehingga hipotesis kelima yang menyatakan bahwa kesempatan investasi berpengaruh negatif terhadap *Dividen Payout Ratio* tidak dapat diterima (H_0 tidak ditolak).

Adanya pengaruh signifikan positif variabel kesempatan investasi terhadap DPR ini sesuai dengan temuan penelitian Mahadwarta dan Hartono (2002) yang mendukung adanya *free cash flow hypothesis* serta memperkuat hasil penelitian Kallapur dan Trombley (1999) yang menganalisis hubungan antara IOS dan *growth*. Kallapur dan Trombley (1999) menyatakan bahwa IOS yang diukur dengan *Market to Book Value of Asset Ratio* berhubungan negatif dengan *growth*. Berdasarkan kedua penelitian tersebut dapat dijelaskan bahwa pengaruh positif kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen

dikarenakan IOS yang rendah mencerminkan *growth* yang tinggi sedangkan *growth* yang semakin tinggi akan menyebabkan perusahaan membayarkan dividen yang rendah karena sebagian *retained earnings* digunakan untuk investasi (*free cash flow hypothesis*).

Alasan lain ditemukannya pengaruh positif dan signifikan kesempatan investasi terhadap DPR yaitu secara umum perusahaan sampel dalam penelitian ini dapat dikategorikan perusahaan yang mapan dan berada pada tahap dewasa (*maturity*) sehingga kegiatannya lebih terfokus pada upaya menghasilkan keuntungan dan membagikannya kepada para pemegang saham. Perusahaan pada tahap *maturity* ini telah memiliki banyak cadangan laba untuk diinvestasikan kembali tanpa harus mengurangi proporsi dividen bagi pemegang saham yang sebagian besar juga merupakan pemegang saham pengendali (*managerial shareholders*).

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Tujuan dari penelitian ini adalah menguji pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan utang, profitabilitas, ukuran perusahaan dan kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini mengambil periode pengamatan selama lima tahun yaitu dari tahun 2004 sampai dengan 2008, dimana jumlah sampel yang digunakan yaitu 78 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia namun bukan perusahaan jenis industri perbankan dan keuangan lainnya. Hasil analisis dalam penelitian ini dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Variabel kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen (*Dividen Payout Ratio*). Meskipun demikian, tanda positif pada koefisien regresi variabel kepemilikan manajerial yang ditemukan dalam penelitian ini sama seperti yang diharapkan. Tanda koefisien positif tersebut menunjukkan bahwa semakin besar keterlibatan manajer dalam *managerial ownership* menyebabkan aset yang dimiliki tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga dividen yang dibagikan semakin besar.
2. Variabel kebijakan utang (*Debt to Asset Ratio*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (*Dividen Payout Ratio*). Hal ini menunjukkan nilai DAR yang rendah cenderung memiliki DPR yang tinggi. Pada perusahaan dengan utang rendah cenderung akan membayar dividen besar karena tidak memiliki beban bunga tinggi sehingga

keuntungan dapat digunakan untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

3. Variabel profitabilitas (ROA) tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (DPR). Perusahaan tidak akan membayar dividen tinggi untuk menjaga reputasinya ketika profitabilitas rendah. Hasil temuan ini tidak konsisten dengan penelitian-penelitian yang telah dilakukan sebelumnya.
4. Variabel ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen (*Dividen Payout Ratio*). Meskipun demikian, tanda positif pada koefisien regresi ukuran perusahaan yang ditemukan dalam penelitian ini sama seperti yang diharapkan. Perusahaan yang memiliki aset kecil cenderung akan membayar dividen rendah karena keuntungan diarahkan sebagai laba ditahan yang digunakan untuk meningkatkan aset.
5. Variabel kesempatan investasi tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (*Dividen Payout Ratio*). Pengaruh variabel kesempatan investasi ini tidak seperti yang diharapkan dimana secara teori kesempatan investasi (IOS) seharusnya berpengaruh negatif terhadap *Dividen Payout Ratio*. Hal ini dikarenakan IOS yang diukur dengan *Market to Book Value of Asset* berhubungan negatif dengan *growth* sehingga IOS yang rendah mencerminkan *growth* yang tinggi. *Growth* yang semakin tinggi akan menyebabkan perusahaan membayarkan dividen yang rendah karena sebagian *retained earnings* digunakan untuk investasi (*free cash flow hypothesis*).

B. Keterbatasan

Keterbatasan dalam penelitian ini diantaranya yaitu:

1. Penelitian ini hanya menggunakan satu proksi IOS (kesempatan investasi). IOS tidak dapat diobservasi langsung sehingga penggunaan hanya satu proksi untuk IOS yaitu *Market to Book Value of Asset* dapat menimbulkan ketidaksempurnaan pengukuran untuk IOS.
2. Pemilihan sampel tidak dilakukan secara acak, tetapi dilakukan berdasarkan *purpose sampling* yang menyebabkan hasil penelitian ini tidak dapat digeneralisasi.

C. Saran

Adapun saran-saran yang dapat diberikan melalui hasil penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Penelitian lebih lanjut sebaiknya menambah proksi IOS seperti *Market to Book Value of Equity Ratio* (MBVE) untuk memperkuat kemampuan prediksi model.
2. Penelitian selanjutnya dipandang perlu menggunakan umur perusahaan sebagai *moderating variabel* karena temuan dalam penelitian ini mengindikasikan bahwa umur perusahaan dapat membesarkan besaran DPR dan IOS.
3. Hendaknya pada penelitian yang akan datang mengembangkan variabel-variabel lain yang mempengaruhi kebijakan dividen karena berdasarkan hasil analisa dalam penelitian ini, nilai R^2 yang kecil (0,134)

menunjukkan masih banyak terdapat variabel lain yang mempengaruhi *Dividen Payout Ratio* (kebijakan dividen).

4. Penelitian lebih lanjut dapat menggunakan sampel dari sektor industri yang lain misalnya perbankan karena perbankan mempunyai spesifikasi tertentu atau dapat mengembangkan penelitian ini dengan membandingkan kondisi sebelum dan sesudah krisis moneter.

DAFTAR PUSTAKA

- Adam, Tim dan Vidhan K. Goyal. 2006. The Investment Opportunity Set and Its Proxy Variables: Theory and Evidence.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=298048
- Almilia, Luciana dan Meliza Silvi. 2006. Analisis Kebijakan Dividen dan Kebijakan Leverage terhadap Prediksi Kepemilikan Manajerial dengan Teknik Analisis Multinomial Logit. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*. Vol. 6, No. 1, Hal. 13-27.
- Brigham, Eugene F dan Joel F. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi ke-9 Terjemahan. Jakarta: Erlangga.
- Brigham, Eugene F dan Phillip R. Daves. 2002. *Intermediate Financial Management*. Seventh Edition. United State: Thomson Learning.
- Chen, Carl R. dan Thomas L. Steiner. 1999. Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *The Financial Review*. Vol. 34, Hal. 119-136.
- Easterbrook, Frank H. 1984. Two Agency-cost Explanations of Dividends. *American Economics Review*. Vol. 74, Hal. 650-659.
- Fauzan. 2002. Hubungan Biaya Keagenan, Resiko Pasar dan Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Deviden. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 1, No. 2, Hal. 114-138.
- Fuad. 2005. Simultanitas dan “Trade Off” Pengambilan Keputusan Finansial dalam Mengurangi Konflik Agensi: Peran dari Corporate Ownership. Simposium Nasional Akuntansi VIII. Solo.
- Ghozali, Imam. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Edisi 4. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gumanti, Tatang Ari dan Novi Puspitasari. 2008. Siklus Kehidupan Perusahaan dan Kaitannya dengan Investment Opportunity Set, Risiko, dan Kinerja Finansial. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*. Vol. 8, No. 2, Hal. 139-150.
- Guzarati, Damodar N. 2003. *Basics Econometrics*. Fourth Edition. New York: Mc Graw Hill.
- Hartono, Rudy Agung dan Apriani D. R. Atahau. 2007. Analisis Interdependensi Insider Ownership. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vol. 13, No. 1, Hal. 1-19.

- Haruman, Tendy. 2008. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan (Survei pada Perusahaan Manufaktur di PT. Bursa Efek Indonesia). Simposium Nasional Akuntansi XI. Pontianak.
- Ismiyanti, Fitri dan Mahmud M. Hanafi. 2003. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan. Simposium Nasional Akuntansi VI. Surabaya.
- Jensen, Michael C. 1986. Agency Cost and Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economics Review*. Vol. 76, Hal. 323-329.
- Jensen, Michael C dan William H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, No. 4, Hal. 305-360.
- Kallapur, Sanjay dan Mark A. Trombley. 1999. The Association between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 26, Hal. 505-519.
- Kieso, Donald E; Jerry J. Weygandt dan Terry D. Warfield. 2006. *Intermediate Accounting*. International Edition. New York: John Wiley & Sons.
- Kumar, Jayesh. 2003. Ownership Structure and Dividen Payout in India. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=474103
- Kusmini, M. 2003. Faktor- Faktor yang Dipertimbangkan dalam Kebijakan Pembayaran Dividen Saham Perusahaan Manufaktur di BEJ. *Tesis*. Program Studi Magister Manajemen Universitas Sebelas Maret.
- Lukose, Jijo dan Rao S. Narayan. 2004. Agency Cost Investment Opportunity and The Right Issue Decision, Evidence in Emergency Market. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=669462
- Mahadwartha, Putu Anom. 2002. Interpedensi antara Kebijakan Leverage dengan Kebijakan Dividen: Perspektif Teori Keagenan. *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen dan Ekonomi*. Vol 2, No. 2, Hal. 635-647.
- Mahadwartha, Putu Anom dan Jogiyanto Hartono. 2002. Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interpendensi antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen. Simposium Nasional Akuntansi V. Semarang.
- Moh'd, Mahmoud A; Larry G. Perry dan James N. Rimbey. 1995. An Investigation of the Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend Policy. *The Financial Review*. Vol. 30, No. 2, Hal. 367-385.